

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE PUBLIQUE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(SCIENCES POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES)

Présentée et soutenue le mercredi 1^{er} Mars 1922, à 16 heures,

PAR

M. B. BAILLET

ANCIEN ÉLÈVE DE L'ÉCOLE POLYTECHNIQUE

Président : M. JÈZE

Suffragants : M. WAHL

M. PERCEROU

PARIS

IMPRIMERIE PAUL DUPONT

4, RUE DU BOULOI (1^{er} Arr^t)

1922

L'ARTICLE DE DROIT DE L'ESPERANCE DE PARIS

LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE PUBLIQUE

LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE PUBLIQUE

*La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation
aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être
considérées comme propres à leurs auteurs.*

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE PUBLIQUE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(SCIENCES POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES)

Présentée et soutenue le mercredi 1^{er} Mars 1922, à 16 heures,

PAR

M. B. BAILLET

ANCIEN ÉLÈVE DE L'ÉCOLE POLYTECHNIQUE



Président : M. JÈZE

Suffragants : M. WAHL

M. PERCEROU

PARIS

IMPRIMERIE PAUL DUPONT

4, RUE DU BOULOI (1^{er} Arr^t)

1922

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION. — Le problème. Son évolution.	7
CHAPITRE PREMIER. — Ce qu'est l'obligation. Sa nature spéciale.	24
CHAPITRE II. — Les modes de protection des obligataires :	
I) La pratique française	52
II) Le droit étranger	62
CONCLUSION. — Le projet à retenir.	67

INTRODUCTION

Le problème. — Son évolution.

Nous avons, en France, de nombreuses lois sur les sociétés : 24 juillet 1867, 1^{er} août 1893, 16 novembre 1903, 30 janvier 1907, 22 novembre 1913, 26 avril 1917, 25 juin 1920 : il est notable que l'on n'y trouve à peu près pas de dispositions sur les obligations. Il n'en est pas question dans la loi organique du 24 juillet 1867 ; il faut venir jusqu'en 1893 pour que le législateur prenne des mesures en ce qui les touche. Encore ne le fait-il que pour un cas déterminé : il s'agit seulement de remédier à la situation créée par la déconfiture du Panama. Il est décidé que l'exercice de toutes actions contre les liquidateurs ou contre les administrateurs appartient à un ou plusieurs mandataires nommés par jugement du Tribunal de la Seine, rendu en Chambre du Conseil, à la requête du Procureur de la République. En principe, les droits des obligataires sont donc concentrés aux mains de certaines personnes qualifiées ; exceptionnellement toutefois, les obligataires peuvent, à leurs risques et périls, intenter les actions que leurs mandataires légaux refuseraient de suivre après mise en demeure. Cette intervention législative est donc fort limitée : d'une part, elle ne vise que les obligataires du Panama, et de l'autre, elle ne réglemente que l'exercice de leurs droits, sans définir ceux-ci, ni surtout sans

organiser le groupement des obligataires. Des députés, MM. Gerville et Montaut, demandent, mais sans succès, que le bénéfice de ces mesures soit étendu à toutes les sociétés.

En 1903 le législateur s'occupe de l'émission des actions de priorité : il laisse de côté les obligations. En 1907, il procède différemment pour une fois, il prescrit un ensemble de formalités qui s'appliquent aussi bien aux obligations qu'aux actions : « L'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché, en France, d'actions, d'obligations, ou de titres de quelque nature qu'ils soient de sociétés françaises ou étrangères, seront, en ce qui concerne ceux de ces titres offerts au public à partir du 1^{er} mars 1907, assujetties aux formalités ci-après..... (1) » ; suivent toute une série de prescriptions qui tendent à un but unique : mettre les souscripteurs en état de se rendre compte de la situation juridique, pécuniaire et morale de la société qui sollicite des fonds : « Préalablement à toute mesure de publicité, les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs devront faire insérer dans un bulletin annexe au *Journal Officiel*, dont la forme sera déterminée par décret, une notice contenant les énonciations suivantes : 1° la dénomination de la société, ou la raison sociale ; 2° l'indication de la législation (française ou étrangère) sous le régime de laquelle fonctionne la société ; 3° le siège social ; 4° l'objet de l'entreprise ; 5° la durée de la société ; 6° le montant du capital social, le taux de chaque catégorie d'actions et le capital non libéré ; 7° le dernier bilan certifié pour copie conforme ou qu'il n'en a pas été dressé encore. Devront être également indiqués le montant des obligations qui auraient

(1) Article 3 de la loi du 30 janvier 1907, portant fixation du budget général des dépenses et des recettes de l'exercice 1907.

déjà été émises par la société avec énumération des garanties qui y sont attachées et, s'il s'agit d'une nouvelle émission d'obligations, le nombre, ainsi que la valeur des titres à émettre, l'intérêt à payer pour chacun d'eux, l'époque et les conditions de remboursement et les garanties sur lesquelles repose la nouvelle émission. Il devra, en outre, être fait mention des avantages stipulés au profit des fondateurs et des administrateurs, du gérant et de toute autre personne, des apports en nature et de leur mode de rémunération, des modalités de convocation aux assemblées générales et de leur lieu de réunion.... » Il semble que le législateur n'ait rien omis pour que l'appel de fonds se fasse dans des conditions de sincérité réelle et que les souscripteurs aient tous les éléments pour se faire une opinion raisonnée sur la valeur de l'affaire qui demande leur concours ; mais, en fait, ce n'est qu'une apparence : seuls des experts pourraient se reconnaître dans les bilans que publient les sociétés et qui sont à la fois compliqués et vagues. Il faut ajouter, mais ceci n'est point à la charge du législateur, que peu de personnes lisent les notices que les sociétés font paraître en conformité de la loi de 1907. Les obligataires se recrutant particulièrement dans un milieu peu au courant des affaires, se laissent guider par les banques de dépôt et malheureusement aussi par des rabatteurs sans scrupules et des journaux financiers, à tirage intermittent, dont le service est fait gratuitement, mais qui trop souvent coûtent fort cher à ceux qui les lisent.

Les lois du 22 novembre 1913 et du 26 avril 1917 sont muettes en ce qui concerne les obligations ; la première, très importante, organise ce que l'on a appelé la faculté de groupement des actionnaires et définit les pouvoirs des assemblées générales ; la deuxième, plus spéciale, s'occupe de la participation ouvrière.

Par ce bref coup d'œil sur notre législation des sociétés, l'on voit que, presque jamais, elle ne vise les obligations. Il y a ainsi un contraste assez étrange dans l'attitude du législateur. La création des actions est sévèrement réglementée par des dispositions qui sont d'ordre public ; l'émission des obligations reste, en principe, sous l'empire de la liberté des conventions. Cette absence de réglementation a fait naître de vives critiques, et de nombreux projets de loi ont été déposés en vue de combler cette lacune et de faire cesser les abus qui en découlent. Nous n'avons pas la prétention de les passer ici tous en revue ; en voici cependant une liste déjà longue.

D'après M. Wahl, « c'est à 1875 que paraît remonter la première tentative faite pour régler le sort des obligataires : elle consista dans la nomination d'une commission extra-parlementaire dont les travaux n'ont pas abouti (1) ».

En 1884, un projet de loi sur les obligations fut voté par le Sénat, mais il n'est jamais venu en discussion devant la Chambre des Députés. En 1886, M. René Brice, député d'Ille-et-Vilaine, dépose une proposition de loi sur les sociétés, qui renfermait d'assez nombreuses règles sur les obligations ; elle reste dans les cartons de l'Assemblée. Il y eut des tentatives de même ordre de M. Fleury-Ravarin en 1897, et de M. Chastenet en 1902, sans plus de succès.

En 1903, une commission extra-parlementaire de réforme de la loi sur les sociétés par actions rédigea un projet qui avait pour objet principal la représentation des obligataires et fut déposé sur le bureau du Sénat, le

(1) Étude de M. A. WAHL sur les droits communs des porteurs d'obligations en France. Bulletin mensuel de la Société de législation comparée, n^{os} 4 et 5, avril et mai 1901, p. 303.

4 juillet 1903. Dans un rapport récent, M. Charles Leboucq, député, en a donné l'analyse et la philosophie : « Ce projet instituait des assemblées générales d'obligataires ayant la faculté de se réunir et de prendre, à la majorité, des résolutions engageant l'ensemble. Ces assemblées pouvaient nommer un ou plusieurs représentants, prolonger la durée de l'amortissement ou la suspendre, proroger une ou plusieurs échéances, consentir la réduction du taux d'intérêt, modifier les conditions de paiement des coupons, etc. ; sans s'immiscer dans la gestion sociale, les représentants avaient droit aux mêmes communications que les actionnaires, pouvaient se faire délivrer copie des procès-verbaux, assister aux assemblées générales, etc. Le projet décidait, en outre que les actionnaires ne pourraient faire aucune modification aux statuts touchant la forme ou l'objet de la société sans l'adhésion de l'assemblée des obligataires (1). » Ayant ainsi exposé l'économie du projet de 1903 dans ses lignes essentielles, M. Leboucq en dégage le sens et en signale l'insuffisance : « Ce projet s'inspirait de la double nécessité de protéger le public et les sociétés et aboutissait à une heureuse coopération de tous ceux qui, en qualité d'actionnaires ou d'obligataires, avaient apporté leur argent pour contribuer aux destinées d'une même affaire. Seulement, il n'autorisait que les assemblées générales c'est-à-dire des réunions de caractère temporaire, il ne créait pas un organe ayant pour objet de veiller d'une façon permanente aux intérêts communs des obligataires. »

Les auteurs du projet de 1903 s'étaient fort bien rendu

(1) Rapport fait au nom de la Commission de la législation civile et criminelle, chargée d'examiner la proposition de loi de M. Raoul Péret et plusieurs de ses collègues, ayant pour objet de faciliter la création d'associations d'obligataires dans les sociétés par actions, par M. Charles LEBOUQC. Annexé au procès-verbal de la 2^e séance du 20 juin 1919. N^o 6358.

compte du problème que pose la coexistence, dans une même société, d'actionnaires et d'obligataires. Ces deux catégories de personnes concourent à une œuvre commune, mais à des titres divers ; d'où la difficulté de régler leur collaboration en respectant les droits qu'ils tiennent de leur situation juridique différente. Au fond, ce sont des associés, mais, en droit, les uns sont les créanciers des autres. Il y a là une analogie frappante avec la question qui naît des rapports du patronat et du salariat ; ici aussi l'on est en présence de collaborateurs, mais qui n'ont ni les mêmes droits, ni les mêmes risques. Le salarié est à peu près dans la position de l'obligataire et les problèmes qui les concernent ont une certaine correspondance.

En 1903, on avait essayé de déterminer les obligations réciproques de la société débitrice et des obligataires. D'une part, les obligataires étaient mis à même de suivre la marche des affaires sociales, de l'autre, leurs droits se trouvaient réduits dans certaines hypothèses où il y allait du salut de l'entreprise, puisque la majorité pouvait imposer ses décisions et ses sacrifices à la minorité. Mais, en compensation, les actionnaires n'étaient plus entièrement « maîtres chez eux », puisqu'ils ne pouvaient changer la forme ou l'objet de la société, sans l'assentiment des obligataires. Nous aurons par la suite l'occasion de rechercher si la coopération tentée par le projet de 1903 entre actionnaires et obligataires, était, à tous égards, heureusement réglementée.

Depuis, la question du « statut des obligataires » n'a pas cessé de préoccuper le monde des affaires, ni d'être à l'ordre du jour du Parlement. En 1911, notamment, M. Chastenet a déposé une proposition de loi assez complète, dont voici les dispositions essentielles. Nonobstant toute stipulation contraire, les porteurs d'obligations peuvent se réunir en assemblées générales

et prendre, à des conditions déterminées de majorité et sur des questions expressément indiquées dans la loi, des résolutions qui s'imposent à tous les obligataires.

Ces questions sont spécifiées à l'article 10 : « L'assemblée générale, régulièrement constituée, a le droit : 1° de nommer un ou plusieurs représentants aux obligataires ; 2° de décider des actes conservatoires à accomplir dans l'intérêt commun ; 3° de confier à des représentants le pouvoir d'intenter des procès déterminés ; 4° de décider que des dépenses seront faites à la charge des obligataires. » Cette façon de déterminer les pouvoirs de l'assemblée des obligataires par voie d'énumération n'est peut-être pas la meilleure. Il est impossible de prévoir *a priori* les mesures qui peuvent être nécessaires au renflouement d'une affaire, et peut-être, dans la proposition Chastenet, les hypothèses où la majorité lie la minorité sont-elles un peu insuffisantes.

Observons d'ailleurs que les assemblées d'obligataires ne sont pas obligatoires, sauf dans certains cas : 1° lorsqu'un nombre déterminé d'obligataires l'exigent, et 2° quand des garanties sont attachées aux emprunts obligataires, « au cas spécial où des sûretés particulières, comme des privilèges ou hypothèques, ou d'autres causes légitimes de préférence doivent appartenir aux porteurs d'obligations, la société *doit* convoquer dans les quinze jours qui suivent, soit le commencement de l'émission, soit la clôture de la souscription, l'assemblée générale des obligataires, à l'effet de désigner un ou plusieurs représentants, chargés de représenter les créanciers dans l'accomplissement de toutes les formalités légales (Art. 11.) ». Sauf exception, l'organisation collective des obligataires est donc facultative dans la proposition Chastenet ; peut-être est-ce regrettable, comme nous le verrons plus loin.

Il va de soi que des sacrifices ne peuvent être

demandés aux obligataires que si leur droit de regard dans les affaires sociales se trouve accru. C'est l'objet de l'article 12. « Le représentant des obligataires ne peut s'immiscer dans la gestion des affaires sociales. Il a droit aux mêmes communications que les actionnaires, et aux mêmes époques. Il peut se faire délivrer copie des procès-verbaux de toutes les assemblées générales, quelle qu'en soit la date. Il peut assister aux assemblées générales ordinaires ou extraordinaires des actionnaires, sans participer aux discussions et aux votes. »

La proposition Chastenet n'est-elle pas trop timide ? Sans doute les représentants des obligataires ne doivent pas pouvoir s'immiscer dans l'administration de la société qui a émis les titres. Comme l'écrivait M. Wahl dans l'étude précitée, « il est dans l'esprit de notre loi sur les sociétés, et il est désirable, que la société soit administrée exclusivement par ses membres ». Et le distingué professeur en donne une double raison : 1° les intérêts des obligataires sont constamment en opposition avec ceux des actionnaires..., les obligataires n'ont d'autre aspiration que de sauvegarder leurs revenus fixes, les actionnaires ont l'ambition légitime de développer leurs dividendes variables ; 2° les tiers eux-mêmes sont intéressés à ce que l'administration de la société soit confiée exclusivement à des associés, lesquels ont la responsabilité directe de leur gestion.

Mais il ne faut pas que la crainte d'un mal conduise dans un autre, ce qui est le cas, semble-t-il, si les représentants des obligataires n'ont même pas voix consultative dans les assemblées d'actionnaires ; « on doit même peut-être, aller jusqu'à autoriser, malgré toute clause contraire, les administrateurs des associations d'obligataires à prendre la parole dans les assemblées d'actionnaires : ils sont en situation de donner un

utile conseil à l'assemblée, de lui faire apercevoir les dangers d'une résolution au point de vue de l'intérêt soit de la société, soit des obligataires, de lui faire redouter, le cas échéant, une action judiciaire des obligataires, de poser les bases d'un accord pour lequel ils solliciteront ensuite l'assentiment de l'assemblée des obligataires. Au surplus, il est pratiquement impossible de restreindre à un rôle muet les administrateurs assistant aux assemblées d'actionnaires; s'ils prennent la parole, les expulsera-t-on alors que le droit d'assister aux assemblées leur sera accordé par la loi? Si on les interroge, devront-ils garder le silence? (1) »

Enfin, dans la proposition Chastenet, il est un dernier article que nous relèverons. « Les dispositions qui précèdent ne font pas obstacle à l'exercice de certaines actions individuelles qui peuvent appartenir à chaque obligataire. (Art. 14.) » Cette formule est si vague qu'il est impossible de se rendre un compte exact de ce qu'elle cache. M. Chastenet n'a pas su prendre nettement parti sur la question fondamentale de savoir dans quels cas les droits individuels des obligataires doivent s'effacer devant les droits collectifs. Il y a là une tâche fort ardue, devant laquelle la plupart des parlementaires reculent, désespérant sans doute d'aboutir à un départ qui ne soulève pas trop de critiques.

C'est l'un des reproches essentiels que l'on peut faire à une proposition de M. Raoul Péret et plusieurs de ses collègues en date du 27 mars 1917 (2). Il y est dit (art. 7) « que les décisions de l'assemblée générale intéressant les droits collectifs des obligataires et les décisions prises par l'association, conformément à ses statuts, sont opposables à tous obligataires, quels qu'ils soient ».

(1) WAHL, *op. cit.*, p. 32.

(2) Chambre des Députés. Annexe n° 3179. Séance du 27 mars 1917.

Ce texte est assez confus ; il semble que deux sortes de décisions soient opposables à tous les obligataires : 1° celles qui intéressent les droits collectifs, et 2° celles qui sont prises par l'assemblée, conformément à ses statuts. Mais les auteurs ont oublié de définir ce qu'il convient d'entendre par droits collectifs, et c'est là qu'est presque tout le problème. D'autre part, il serait bien difficile de faire jouer les deux paragraphes de l'article 7. On ne sait au juste si la majorité fera la loi sur la minorité seulement dans les cas où il s'agira d'intérêts collectifs et expressément prévus, ou s'il suffira que l'une des conditions soit réalisée, intérêts collectifs, ou disposition des statuts. Dans son rapport, M. Ch. Leboucq a donné un commentaire de l'article précité, mais on reste, après l'avoir lu, dans le doute et la perplexité ; « après avoir indiqué comment les obligataires peuvent prendre contact entre eux et avec leur débitrice, après avoir spécifié les modalités selon lesquelles le droit collectif peut s'exercer, il convenait de préciser l'étendue de ce droit ». C'était en effet le problème. M. Leboucq prétend bien que l'article 7 l'a résolu, mais ce n'est que par courtoisie pour les auteurs du projet, qu'on en juge. « Toutes les décisions d'intérêt général, conformes à l'essence même de ce droit collectif, qui ne correspondent pas à l'action individuelle telle qu'elle est définie par opposition à l'action sociale, ne peuvent être attaquées par un obligataire intransigeant, oublieux de ses propres intérêts et de ceux de la collectivité. Faut-il pénétrer dans le détail des pouvoirs de l'assemblée générale des obligataires et de ceux de l'association ? Nous ne le pensons pas. *Nous estimons qu'en parlant du droit collectif des obligataires, nous précisons suffisamment notre pensée.* Nous ne fixons aucune limite rigoureuse. *Nous ne proposons aucune solution de préférence à une autre.* Nous laissons aux praticiens

l'entière liberté de leurs combinaisons sous le contrôle des tribunaux. Nous ne spécifions pas davantage ce que peut faire la société en accord ou en désaccord avec l'assemblée. C'est affaire à chacun d'en décider. Nous avons voulu surtout organiser un régime de libre discussion entre obligataires d'une part, entre obligataires et société d'autre part. » Que ce système de laisser-faire absolu ne soit pas sans inconvénients, c'est ce qu'a montré un autre député, M. René Lafarge, lequel a utilisé un projet élaboré par la Fédération des industriels et commerçants français sur lequel nous aurons à revenir, ainsi que sur la proposition Raoul Péret. Il suffit pour le moment de montrer que la question du statut des obligataires préoccupe de plus en plus les milieux d'affaires ainsi que le monde politique.

Ce qui lui a donné un renouveau d'activité, c'est la perturbation économique inouïe qui a été la conséquence de la guerre. Les propositions Péret, Lémery, Lafarge ont, certes, des bases lointaines, mais elles s'inspirent surtout des circonstances présentes. Comme l'écrit M. Leboucq, « il est superflu de rappeler dans quelle situation un grand nombre de sociétés se sont trouvées au début des hostilités. Le départ des mobilisés avait suspendu tout paiement, aucune comptabilité régulière ne pouvait plus être organisée, il était urgent, sous peine de les acculer à la faillite, d'accorder à ces sociétés un délai pour leur service de coupons et l'amortissement de leurs titres. Ce fut en partie l'utilité du décret du 29 août 1914, depuis périodiquement renouvelé. Tant que joueront les moratoires, aucun danger ne menacera ces sociétés, mais le jour où leur effet cessera et où les porteurs d'obligations seront en droit d'exiger brutalement l'exécution des engagements, on peut redouter des catastrophes, préjudiciables, comme le rappelle M. Raoul Péret, non seulement

aux obligataires, mais à la fortune publique (1) ».

Le danger était si pressant qu'il y a été, en partie, porté remède par la loi du 2 juillet 1919. Le but essentiel de cette loi est de venir en aide aux commerçants malheureux et de bonne foi, frappés par la guerre : c'est une modification au régime de la liquidation judiciaire. Accessoirement le législateur s'y est occupé de la réglementation des associations d'obligataires. Si le règlement transactionnel est réclamé par une société ayant émis des obligations nominatives ou au porteur, des parts de fondateur ou autres titres analogues..., *le jugement ordonne que les obligataires seront convoqués séparément des autres créanciers en assemblée générale.*

Cette convocation se fait d'une façon très minutieuse; les formalités sont complexes, elles ont peut-être le défaut d'entraîner quelque lenteur, à un moment où les minutes sont souvent précieuses et où les chances de renflouement d'une affaire devraient être saisies au vol.

L'assemblée générale des obligataires a lieu sous la présidence d'un juge délégué par le tribunal de commerce, assisté d'un greffier. Elle ne peut délibérer valablement que si elle est composée d'un nombre d'obligataires représentant les deux tiers au moins des obligations émises et non éteintes, déduction faite des obligations qui sont en possession de la société et provenant de rachat, amortissement, non-attribution, quoique créées matériellement, ou de toutes autres opérations. Chaque obligataire dispose d'autant de voix qu'il possède d'obligations. Le règlement transactionnel ne peut être voté qu'à la majorité représentant plus de la moitié des obligations émises et non éteintes. La

(1) LEBOUCC, rapport précité, pp. 1 et 2.

société n'a pas le droit de voter avec les titres restés en sa possession.

Il résulte de ces dispositions que le législateur a imposé de sérieuses conditions de majorité ; il a craint que les droits individuels des obligataires ne se trouvent atteints par des votes de surprise. Mais il n'a pu oublier qu'il est difficile d'arriver au quorum, même dans les assemblées d'actionnaires. A plus forte raison, cette difficulté existe-t-elle quand il s'agit d'obligataires. Il y a de cela des raisons diverses. Les souscripteurs de titres, du jour où ils les ont dans leurs coffres, font preuve d'une apathie étrange ; ils se sentent individuellement comme un rouage infime d'un vaste organisme que des personnalités, passant pour qualifiées, se chargent de faire fonctionner. Quand on parcourt les annuaires des sociétés de finance et d'industrie, on est frappé de ce fait qu'il y a comme un personnel spécial, et toujours le même, pour Conseils d'administration. Ce sont les mêmes noms qui reparaissent sans cesse. Actionnaires et surtout obligataires peinent pour acquérir un peu d'argent, se montrent exigeants dans leurs rapports pécuniaires journaliers et se désintéressent presque des titres qu'ils achètent avec leurs économies. Il y a infiniment peu de porteurs qui suivent la vie et l'évolution des sociétés dans lesquelles ils ont des fonds. Peut-être sentent-ils que ce serait peine perdue, les dirigeants de l'affaire s'arrangeant d'habitude pour en demeurer les maîtres. D'autre part, actionnaires et obligataires redoutent de se découvrir à cause des administrations fiscales. Et cette crainte s'accroît à mesure que s'élève le taux de l'impôt sur le revenu et sur les successions. Il y a quelques années, on recherchait les prêts hypothécaires, parce que sûrs et de tout repos ; aujourd'hui, on les fuit, parce qu'ils sont relevés par le fisc et lui révèlent une situation de fortune que la

pratique des titres au porteur permet de dissimuler. Aussi dès qu'un quorum élevé est exigé, une assemblée d'actionnaires ou d'obligataires ne peut se tenir.

C'est pourquoi le législateur est obligé d'atténuer ses exigences : « Si les propositions de la société débitrice, sans réunir la majorité ci-dessus indiquée, ont cependant recueilli l'adhésion de la majorité des obligataires présents ou représentés à la première réunion, le juge ordonnera une seconde convocation. Les votes émis à la première assemblée resteront acquis pour le calcul de la majorité. Quel que soit le nombre des obligataires présents ou représentés à la deuxième assemblée, le règlement transactionnel sera déclaré acquis, s'il a obtenu l'adhésion d'obligataires représentant la majorité absolue des obligations émises et non éteintes (1). »

En définitive, pour que le règlement transactionnel puisse s'imposer à tous les obligataires, il suffit donc que la moitié du capital-obligations l'admette, réserve faite du contrôle des tribunaux. Le règlement transactionnel voté par les obligataires est soumis, en même temps que le règlement transactionnel obtenu des autres créanciers, au tribunal de commerce, qui statuera sur leur homologation par un seul et même jugement, le juge délégué entendu. Par surcroît de précaution, il est spécifié que si le règlement transactionnel homologué par le tribunal n'a pas réuni l'adhésion d'un nombre d'obligataires représentant plus des deux tiers des obligations en circulation, le jugement d'homologation peut être frappé d'appel. De toute façon, le législateur a donc veillé à ce qu'il ne se crée pas une majorité factice qui fasse bon marché des droits et des intérêts légitimes de la minorité.

(1) Loi du 2 juillet 1919, art. 27.

Il reste à dire quels sacrifices peuvent être consentis par les obligataires délibérant dans les conditions que nous venons de voir, sacrifices opposables à tous, même aux récalcitrants. C'est l'objet de l'art. 28. « Le règlement transactionnel pourra proroger une ou plusieurs échéances d'intérêt, prolonger la durée de l'amortissement ou la suspendre, décider la réduction du capital ou du taux de l'intérêt, ou modifier les conditions de paiement du coupon, faire abandon des garanties antérieures ou en stipuler de nouvelles. Il comportera la nomination d'un ou plusieurs commissaires choisis par l'assemblée générale, ou, à son défaut, par le tribunal de commerce, soit sur la liste des administrateurs judiciaires, soit parmi les obligataires ayant acquis leurs titres depuis un temps déterminé. Ces commissaires auront le mandat de surveiller l'exécution des clauses et obligations du règlement transactionnel, de prendre à cet effet des inscriptions hypothécaires ou autres, d'accomplir tous actes conservatoires... Les commissaires présenteront annuellement au tribunal de commerce un rapport sur les conditions dans lesquelles le règlement transactionnel aura été exécuté. Ils pourront prendre l'initiative de convoquer une assemblée générale des obligataires en vue de rendre compte de leur gestion et de s'en faire donner décharge. » Sans nous prononcer pour le moment sur la valeur du statut donné aux obligataires par la loi du 2 juillet 1919, nous devons faire quelques observations.

1° Cette loi ne doit avoir qu'une durée limitée, « à dater de la promulgation de la présente loi, *et jusqu'à l'expiration des trois années qui suivront la ratification du traité de paix*, tout commerçant qui ne peut faire face à ses engagements, peut demander à ses créanciers le bénéfice d'un règlement transactionnel (art. 1^{er}).

2° D'une portée restreinte dans le temps, la loi du

2 juillet l'est aussi quant aux sociétés qu'elle vise ; elle ne s'applique, réserve faite de quelques dispositions, qu'aux sociétés qui, au moment de l'émission des obligations, n'ont pas pris la précaution de créer des associations d'obligataires. « Les sociétés civiles d'obligataires exercent la plénitude des pouvoirs qu'elles tiennent des statuts, dans les formes prévues par lesdits statuts, en tant qu'ils ne sont pas contraires à la présente loi ; elles sont, notamment, soumises aux conditions de majorité exigées en ce qui concerne le règlement transactionnel (art. 29). »

3° Enfin les groupements d'obligataires organisés par ladite loi ont, ainsi que les commissaires qui les représentent, un but nettement limité : permettre aux obligataires de veiller à leurs intérêts et de défendre leurs droits au moment du vote du concordat présenté par la société, et lors de l'exécution des clauses de celui-ci. Les obligataires ne se réunissent en assemblée et ne nomment des représentants que si la société débitrice est réduite à déposer son bilan. Peut-être sera-t-il bien tard pour la sauver et les sacrifices demandés aux obligataires seront-ils plus lourds que si ces derniers avaient pu se grouper dès le début de l'affaire et en suivre le développement. Quoiqu'il en soit, la loi du 2 juillet 1919 peut être l'ébauche d'une organisation plus complète et, à ce titre, elle présente le plus haut intérêt. C'est la seule de nos lois, à part celle relative au Panama, qui ait essayé de grouper les obligataires et de permettre à des intérêts collectifs de l'emporter sur des résistances individuelles.

Il résulte de cet exposé que notre législation ne contient que fort peu de règles sur les obligations, alors qu'elle en contient énormément sur les actions. Tout dernièrement cependant, le législateur a mis ces deux sortes de titres sur le même rang, au point de vue fiscal

tout au moins : « Sont définitivement acquis à l'État, exception faite pour les sociétés d'habitations à bon marché : 1° le montant des coupons, intérêts ou dividendes atteints par la prescription quinquennale et afférents à des actions, ou à des obligations négociables émises par toute société commerciale ou civile ou par toute collectivité soit privée, soit publique; 2° les actions, parts de fondateur, obligations et autres valeurs mobilières des mêmes sociétés ou collectivités, lorsqu'elles sont atteintes par la prescription trentenaire (1). »

Dans l'étude qui va suivre, deux questions retiendront notre attention : 1° pourquoi les obligataires devraient-ils être groupés en associations, alors que personne ne propose rien de tel pour les autres créanciers? 2° quel statut conviendrait-il de donner à ces associations d'obligataires? A ce dernier égard, la législation comparée pourra fournir d'utiles leçons.

(1) Loi du 25 juin 1920 ayant pour objet la création de nouvelles ressources fiscales. Art. 3.

CHAPITRE PREMIER

Ce qu'est l'obligation. — Sa nature spéciale.

Ce qui explique que le législateur n'ait pas doté les obligataires d'un statut propre, sauf dans la loi du 2 juillet 1919, c'est que, d'accord d'ailleurs avec la doctrine et la jurisprudence, il les assimilait à des créanciers ordinaires. Or, la position juridique de ceux-ci est bien fixée par nos divers codes, et, dès lors, il n'y avait pas lieu d'édicter une réglementation spéciale. Que telle fût bien la conception en cours, on ne saurait en douter. « Conformément à l'opinion généralement admise, l'on doit considérer l'obligation comme un droit de créance résultant d'un contrat de prêt (1). »

Un peu plus loin, les mêmes auteurs sont plus explicites encore. « Les obligataires sont, en principe, des créanciers chirographaires. Ils ne peuvent se prévaloir que du droit de gage général des articles 2092 et 2093 du code civil, droit qui laisse subsister, au profit de la société débitrice, la faculté de disposer de ses biens comme elle l'entend, et ils concourent tous entre eux et avec les autres créanciers n'ayant pas de cause de préférence, sans qu'il y ait lieu, en cas d'émissions successives, de tenir compte de la date de chacune

(1) HOUPIN et BOSVIEUX, *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des associations*, 5^e édition 1918; p. 540, n° 471.

d'elles... Conformément au droit commun, les obligataires peuvent obtenir des sûretés spéciales... (1) .»

Si les obligataires sont des prêteurs et des créanciers ordinaires, leurs obligations et leurs droits sont assez nettement précisés dans nos divers codes. Comme prêteurs, ils doivent verser les sommes qu'ils ont promises aux échéances fixées; néanmoins ils ne sont, en principe, liés que sous la condition que le capital émis sera souscrit en totalité; ils seraient donc fondés, si le capital demandé n'était pas atteint, à se soustraire à leur engagement, en invoquant la cause tacite de résolution dont cet engagement était affecté (2). Cette possibilité qui est reconnue aux obligataires n'indique-t-elle pas déjà qu'il y a entre eux et les créanciers ordinaires quelque différence ?

Il arrive que les obligations émises par une société ne sont pas immédiatement libérées entièrement : quelles sont les personnes qui sont alors tenues des versements à faire ? Divers cas doivent être envisagés.

1° La société emprunteuse est *in bonis* et c'est elle qui réclame le paiement des sommes qui lui restent dues. De nombreux auteurs, notamment MM. Lyon-Caen et Renault et M. Lacour, soutiennent que seul le détenteur des titres est responsable du non-payé et que le souscripteur primitif et les cessionnaires intermédiaires sont libérés, que les obligations soient nominatives ou au porteur. D'autres jurisconsultes distinguent; si les obligations sont nominatives, le non-payé pourrait être réclamé indistinctement et solidairement à tous les porteurs successifs, sauf leur recours contre ce dernier; si les obligations sont au porteur, on estime assez

(1) HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*, p. 543, n° 475.

(2) Tribunal civil de la Seine, 26 juillet 1883, journal *La Loi*, n° du 30 octobre 1883.

communément que « c'est le titre seul qui est débiteur des versements à faire ».

2° La société débitrice est tombée en faillite ou en liquidation judiciaire. La question se pose de savoir si les engagements des obligataires s'éteignent ou subsistent. D'après MM. Lyon-Caen, Renault et Wahl, le syndic pourrait forcer les obligataires à se libérer, sauf à eux à produire à la faillite pour le montant intégral de leurs obligations. D'après MM. Chauveron, Thaller, Lacour, les obligataires pourraient opposer la compensation et par suite se dispenser de verser. Bref, sauf de sérieuses difficultés de détail, l'obligataire, comme tout prêteur, n'est tenu que d'une chose, transférer à l'emprunteur la propriété de l'objet prêté, et comme le dit M. Planiol, « c'est là une condition de la formation du contrat plutôt qu'une véritable obligation pour lui (1) ». Ceci se comprend de soi, si l'on veut bien se souvenir que le prêt est un contrat réel, en ce sens qu'il n'existe comme tel que par la remise de la chose : selon la formule romaine, il se forme *re*.

Réaliser sa souscription dans les conditions des statuts et du droit commun, voilà donc le devoir de l'obligataire ; il reste à dire quels sont ses droits. Par cela même qu'il est créancier, il bénéficie de nombreux articles du code civil : article 1166, en vertu duquel les créanciers peuvent exercer tous les droits et actions de leur débiteur, à l'exception de ceux qui sont exclusivement attachés à la personne ; article 1167, « ils peuvent aussi, en leur nom personnel, attaquer les actes faits par leur débiteur en fraude de leurs droits » ; article 2093, selon lequel « les biens du débiteur sont le gage commun de ses créanciers, et le prix s'en distribue

(1) PLANIOL, *Traité élémentaire de droit civil*, 7^e édition 1917 ; tome 2, p. 651, n° 2066.

entre eux par contribution, à moins qu'il n'y ait entre les créanciers des causes légitimes de préférence ». D'une façon plus précise, « les principaux droits appartenant aux obligataires sont : 1° celui de se faire délivrer, pour chaque obligation souscrite, un titre nominatif ou au porteur qu'ils peuvent céder et transmettre; 2° celui de recevoir périodiquement l'intérêt promis par la société; 3° celui d'obtenir le remboursement des sommes versées à la société (1) ».

Par cela même qu'on les regarde comme des créanciers, les obligataires ne peuvent pas, sauf exceptions, s'ingérer dans l'administration de la société débitrice, encore qu'elle leur fasse courir des dangers. Ils ont un gage général sur le patrimoine de l'emprunteur, mais, comme l'observe M. Planiol, le débiteur peut compromettre ce gage de quatre façons différentes : 1° par sa négligence. Il peut laisser perdre des droits qui lui appartiennent, par exemple en laissant la prescription les éteindre. La loi y a pourvu par l'article 1166, en accordant aux créanciers l'action subrogatoire ou action oblique, qui leur permet d'exercer son droit à sa place et de sauver ainsi leur gage; 2° par fraude. Il peut faire disparaître frauduleusement tout ou partie de son actif, soit en mettant son bien sous le nom d'un tiers, soit en l'aliénant par donation ou vente. La loi y a encore pourvu au moyen de l'action paulienne; 3° par les aliénations non frauduleuses; 4° par la formation de nouvelles dettes. Contre ces deux dangers, aucune mesure directe ne pouvait être prise par la loi; la conduite du débiteur est licite dans un cas comme dans l'autre quand la dissipation des biens est exempte de fraude, les aliénations consenties par le débiteur sont valables, l'action paulienne ne peut être exercée. L'acte est donc

(1) HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*, p. 556, n° 483.

opposable au créancier. C'est ce qui fait dire que les créanciers sont les ayants-cause universels de leurs débiteurs. *Ils tiennent de lui un droit sur son patrimoine, mais un droit vague et général qui ne les empêche pas de subir l'effet de tous les actes faits de bonne foi par leur débiteur*; toutes les variations qui changent la composition de son patrimoine se produisent en même temps pour eux et changent la composition de leur gage; tout ce qui sort du patrimoine du débiteur, sort du gage des créanciers.

On peut tenir le même raisonnement pour la formation de nouvelles créances; tous les créanciers sont égaux et sont traités de même. Il en résulte qu'en cas d'insolvabilité, comme il n'y a pas de quoi payer tout le monde, chacun ne pourra recevoir qu'un dividende, un tant pour cent sur ce qui lui était dû. Ce dernier danger est tout aussi grave que le précédent, et peut-être est-il plus fréquent dans la pratique : « Il y a plus de débiteurs qui arrivent à l'insolvabilité par l'augmentation démesurée de leur passif que par le gaspillage et l'anéantissement de leur actif (1). »

On voit donc que l'impossibilité pour les obligataires d'influencer la marche des affaires sociales et même de la contrôler s'explique du moment qu'on les assimile à des créanciers. Notre législation est logique et rationnelle, étant donnée la conception que l'on se fait assez généralement de la situation juridique des obligataires. Si ce sont des créanciers ordinaires, il n'y a qu'à leur appliquer le droit commun et c'est, à quelques réserves près, ce que fait notre droit. Les idées sont des forces, et, fausses ou vraies, elles tendent toujours à se réaliser dans leurs conséquences logiques. On ne saurait critiquer légitimement notre législation que si l'on démon-

(1) PLANIOL, *op. cit.*, p. 720, n° 2310.

trait que les obligataires ne sont pas des créanciers ordinaires, que ce sont des créanciers d'un caractère spécial. Dans ce cas, le droit commun ne serait plus adéquat à la situation, et l'on devrait s'efforcer d'assurer un statut propre et convenable aux obligataires. Le nœud du problème est donc tout entier dans cette question : les obligataires sont-ils oui ou non assimilés à des créanciers quelconques ? Si oui, l'on peut songer à apporter des retouches à nos lois, mais non à les modifier d'une manière fondamentale. Si non, l'élaboration d'une législation nouvelle et appropriée s'impose.

Aujourd'hui, on tend de plus en plus à reconnaître que les droits et les devoirs des obligataires sont d'une nature spéciale. Il semble que c'est à M. Thaller, professeur à la Faculté de Droit de Paris, que revient le mérite d'avoir, en France, mis en lumière cet aspect de la question. Dès 1894, il énonçait cette idée que dans une émission d'obligations, il y a unité d'emprunt et corrélativement unité de créance ; la masse obligataire se présenterait vis-à-vis de la société débitrice comme un tout impartageable ; « les individus dénommés obligataires ne seraient que des actionnaires d'une société civile et anonyme de prêt (1) ». Cette construction juridique, ingénieuse et *a priori* assez satisfaisante, est en train de supplanter celle qui est à la base de nos lois et qui ne voit dans les obligataires que des créanciers quelconques. On pourrait multiplier les citations, mais ce serait superflu, car les auteurs s'inspirent tous des mêmes idées, à savoir que « les porteurs de titres d'une même émission ont des intérêts identiques, ils sont en quelque sorte dans la situation de créanciers entre lesquels une même créance a été divisée (2) ». Tout récem-

(1) THALLER, *Annales de droit commercial*, 1894, t. 2, p. 65.

(2) WAHL, *op. cit.*, p. 503.

ment, cette physionomie propre des droits des obligataires a été mieux mise en lumière que jamais.

« La situation des sociétés, considérées dans leurs rapports avec les obligataires, ne saurait être comparée à celle des maisons de commerce et des industries qui se trouvent en face de fournisseurs, de créanciers occasionnels, dont l'unique préoccupation est d'obtenir leur paiement, sans être aucunement intéressés à ce que leur débiteur continue et développe ses affaires. Les obligataires forment un groupe distinct de la masse des créanciers ordinaires. Dans ce groupe, ils sont unis par des intérêts communs. Pour eux tous, leurs créances sont à long terme, elles ont la même origine, les mêmes garanties, elles doivent être remboursées dans des conditions identiques. D'autre part, ce qu'ils ont entendu, en apportant leurs fonds à la société, sans accepter d'en faire partie en qualité d'associés, c'est faire un placement et recevoir, en même temps qu'un titre toujours négociable facilement, l'assurance que, pendant toute la durée de la société ou de l'emprunt, ils recevront, sous forme d'un coupon d'intérêt, la rémunération de leur capital. Ce qui doit les intéresser, ce n'est donc pas le remboursement de leurs créances, mais la vie et la prospérité de la société. Cette distinction de la nature des droits des obligataires de ceux des créanciers ordinaires a été clairement mise à jour dans la loi récente du 2 juillet 1919 sur le règlement transactionnel de guerre entre les commerçants et leurs créanciers. Cette loi qui, en quelque sorte, supprime et remplace la liquidation judiciaire, sépare, pour la préparation et le vote du concordat, les obligataires des autres créanciers. Chaque groupe est soumis à une procédure spéciale et peut passer avec la société débitrice des accords concordataires différents. D'un autre côté, les obligations sont le plus souvent représentées

par des titres au porteur, car la nécessité de la forme nominative ne se fait pas sentir lorsque les titres sont intégralement libérés, ce qui est le cas général. La société ne connaît donc pas nominativement ses créanciers obligataires, elle connaît simplement le montant de ses dettes à leur égard (1). »

Les obligataires se distinguent donc des créanciers ordinaires à plusieurs points de vue : 1° leurs intérêts sont communs, puisque leurs créances ont la même source, les mêmes gages, les mêmes conditions de remboursement ; 2° en souscrivant, les obligataires ont voulu faire un placement sans aléas, à long terme, et cependant réalisable au besoin rapidement ; 3° ils sont inconnus de la société débitrice et, par suite, celle-ci ne peut pas leur faire de propositions, si ce n'est par la voie de la publicité, ce qui serait parfois susceptible d'entamer son crédit et de précipiter sa chute.

Dans un rapport déjà cité, M. Leboncq relève également que les obligataires ne sont pas des créanciers quelconques. « Les porteurs d'obligations d'une société sont des créanciers à terme, liés entre eux par le contrat d'émission qui leur assure les mêmes droits, les mêmes avantages, avec les mêmes périodes de paiement de coupons et les mêmes tableaux d'amortissement et de remboursement. Un créancier ordinaire est libre de son sort et peut traiter ou compromettre sans condition avec une société débitrice ; au contraire, ce créancier d'une nature particulière qu'est l'obligataire, ne peut traiter avec la société que sur un pied égal à celui de ses co-obligataires. Il y a, entre le prêt ordinaire et le prêt fait par des obligataires, cette différence que le premier n'intéresse que deux individualités, tandis que le second

(1) René GAIN, Avocat à la Cour d'Appel de Paris, *Les Sociétés d'obligataires*, Librairie Dalloz, 1920.

intéresse une individualité, la société, et le public, puisque l'obligation est négociable et qu'à chaque instant son titulaire peut changer. La société ignore la personnalité de ses créanciers. Dès qu'un contrat intéresse le public, il existe quelque chose de plus que l'intérêt individuel. Au nom de l'intérêt collectif, les mêmes raisons qui ont amené le législateur à apporter sa protection tutélaire sur les sociétés anonymes et à réglementer les émissions d'actions l'ont amené nécessairement à exercer un contrôle sur la situation des obligataires (1). » Ce passage du rapport de M. Leboucq est peut-être dans la forme un peu confus, mais, au fond, les considérations qu'on y trouve sont justes.

Ce qui fait, si l'on s'en tient à l'essence des choses, que les obligataires ne sont pas des créanciers quelconques, c'est que, par l'effet même de la souscription, ils entrent dans un groupement et voient par cela même leurs droits et leurs devoirs affectés de modalités particulières. Dès que des individus forment une société, État, Église, etc..., leurs droits et leurs charges diffèrent de ce qu'ils étaient à l'état d'isolement. Il se pose alors un problème qui paraît n'être susceptible que de solutions d'opportunité, et qui consiste à harmoniser les droits du groupe et ceux des personnes qui le composent.

Que les souscripteurs d'un même emprunt obligataire forment un tout, c'est ce qui apparaît plus nettement encore quand l'emprunt est garanti par une hypothèque. On ne peut pas dire en effet qu'il y ait alors autant d'hypothèques que de titres, il n'y a qu'une hypothèque, garantie de l'emprunt global.

(1) Charles LEBOUcq, député, Annexe au procès-verbal de la 2^e séance du 20 juin 1919, n° 6358.

Cette notion de l'unité de l'emprunt appelait comme corollaire nécessaire la création d'un organisme qui représentât l'emprunt. Et, de fait, cette conséquence n'a pas manqué de se produire. La pratique a devancé la législation, ce qui, d'ailleurs, est toujours désirable en matière d'affaires, et des « Sociétés civiles » d'obligataires se sont constituées toujours plus nombreuses. C'est à ce point que M. René Lafarge, député, écrivait récemment qu'aujourd'hui toute société qui fait une émission d'obligations crée une société civile, à moins d'inadvertance.

Sans doute ce n'est pas par hommage à la théorie de l'unité de l'emprunt, c'est parce que les obligataires et la société débitrice y trouvent de sérieux avantages. Mais cela même ne tient-il pas à ce qu'il vaut mieux avoir la vérité pour soi que contre soi et être dans la logique profonde des choses ?

Dès 1901, M. Wahl écrivait que « l'utilité même des sociétés ou syndicats d'obligataires a ce privilège particulier de rallier à peu près tous les suffrages. Ce qu'y gagneront les obligataires, on n'a pas de peine à le comprendre : la surveillance des opérations sociales rendue moralement possible par l'attention toujours éveillée de représentants chargés de rendre compte de leur mandat aux obligataires, un contrat effectif organisé dans la mesure où la loi permettra à ces représentants de prendre connaissance des actes de la société et de s'immiscer dans son administration, par dessus tout de grandes facilités pour établir une entente sur la manière de sauvegarder les droits communs ou sur les transactions qu'il peut être utile de passer avec la société, une autorité plus grande acquise aux revendications exercées contre celle-ci, une réduction considérable des frais nécessités par ces instances, la faculté de se faire consentir une hypothèque par la société ou

d'obtenir contre elle une condamnation emportant hypothèque judiciaire » (1).

Ayant ainsi condensé les intérêts que présenterait pour les obligataires une organisation collective, le distingué Professeur montre que la société débitrice y trouverait également son compte. « L'intérêt des sociétés est moins visible, mais n'est pas moins sûr; il y a bien des actes qu'une société ne peut pas faire contre le gré ou sans le consentement de ses obligataires; elle ne peut pas, pour éviter la faillite, leur proposer un arrangement amiable, puisque cet arrangement serait inopposable à ceux d'entre eux qui n'y auront pas participé, et dans la masse des obligataires quelques-uns se trouveront toujours dans ce cas; cette nécessité d'obtenir le consentement des obligataires peut être de la part de ces derniers un moyen de chantage... (2) »

On sait que ce risque a disparu depuis la loi sur le règlement transactionnel; mais il est remarquable qu'aujourd'hui ce sont surtout les sociétés débitrices qui poussent à la création des sociétés d'obligataires. Cela démontre assez qu'elles y ont intérêt.

M. René Gain estime, à juste titre semble-t-il, « que le groupement des obligataires présente des avantages incontestables tant pour les obligataires que pour la société débitrice elle-même et pour l'établissement chargé de l'émission des titres (3) ».

Pour les obligataires, c'est l'évidence même; en matière de société plus qu'en toute autre l'union fait la force; groupés, ils seront mieux conseillés, moins timorés, car leurs frais seront divisés et par suite réduits. Leurs réclamations devant les tribunaux apparaîtront

(1) WAHL, *op. cit.*

(2) *Idem.*

(3) René GAIN, *op. cit.*, p. 39 et suiv.

comme mieux fondées, « car il ne se présentera pas même un instant à l'esprit des magistrats que l'obligataire qui agit contre la société le fait dans un but personnellement intéressé, dans l'espoir d'obtenir un avantage particulier, guidé peut-être par un véritable esprit de chantage (1) ».

Quant à la société débitrice, elle a avantage à trouver en face d'elle des obligataires groupés, plutôt que des obligataires isolés et inaccessibles. Le droit des obligataires de se plaindre d'actes ou de décisions de la société qui leur causent préjudice est ce qu'on appelle un droit individuel, c'est-à-dire un droit qui appartient personnellement à celui qui se plaint d'une injustice et qui en demande réparation. Lorsque la société aura pris une décision pouvant porter ombrage aux droits des obligataires, elle pourra donc être l'objet de la part de n'importe lequel d'entre ceux-ci, de réclamations et de procès, perspective d'autant plus inquiétante que les obligations étant le plus souvent au porteur, leurs propriétaires sont inconnus de la société et que celle-ci ne peut ainsi s'entendre avec chacun d'eux pour tenter d'aplanir les difficultés naissantes. L'entente avec les propriétaires et l'aplanissement des difficultés deviennent au contraire faciles si ceux-ci ont un représentant autorisé à traiter en leur nom. D'autre part, du fait que les réclamations peuvent être exercées par un seul des obligataires, récalcitrant, mécontent ou mal conseillé, ne sera-t-il pas choquant de voir cet obligataire, malgré l'avis presque unanime des autres, qui ont le même intérêt et les mêmes droits que lui, mais qui apprécient plus sainement la situation, poursuivre inlassablement la société pour l'exercice d'un droit, indiscutable peut-être, mais dont la reconnaissance sera, peut-être aussi,

(1) René GAIN, *op. cit.*, p. 39 et suiv.

néfaste non seulement pour la société, mais encore pour la masse des créanciers obligataires ou ordinaires ? Ce côté de la question, à savoir que les associations d'obligataires présentent des avantages pour les sociétés débitrices, a été très bien mis en lumière dans la proposition Raoul Péret. « Il arrive parfois que la société trouverait un profit sérieux à la réalisation d'une combinaison ou d'une opération financière déterminées, ou encore d'une modification statutaire que les circonstances actuelles rendent désirable, mais pour le succès de laquelle l'assentiment des obligataires serait, dans certains cas, indispensable, dans d'autres cas simplement utile et dans tous les cas désirable pour le maintien de l'harmonie entre les diverses personnes intéressées à la bonne marche de l'entreprise. S'il fallait absolument obtenir l'adhésion unanime des obligataires, ce serait évidemment impossible et par suite la combinaison envisagée devrait être abandonnée. Si, au contraire, les obligataires sont groupés en association, celle-ci, mise au courant du projet en cours de préparation pourra donner, au nom de tous les porteurs, l'autorisation nécessaire, ou selon les cas, l'adhésion désirée, de sorte que la société sera à même, quant à la validité de l'opération projetée, de la réaliser au mieux des intérêts de tous (1). »

Il faut toujours partir de ce fait fondamental, à savoir que les actionnaires et les obligataires collaborent, à des titres juridiques divers, à une œuvre commune. Il est dès lors essentiel qu'ils puissent « causer ». Comment le pourraient-ils si les obligataires ne sont pas réunis en un groupement dans lequel la majorité aura le droit de décider ? C'est une condition *sine qua non* pour qu'actionnaires et obligataires aient la possi-

(1) Propositions Raoul PÉRET, *op. cit.*

bilité de 'marcher la main' dans la main. Si, sur l'immense front de nos armées, les soldats avaient été livrés à leur inspiration personnelle, la guerre, qui n'est que la plus vaste et la plus raisonnée des entreprises, eût-elle pu être menée à bien? Dans toute œuvre collective, il faut, pour le succès, que l'on obéisse à une inspiration commune. Le moyen de le faire, si les obligataires sont inaccessibles pour la société débitrice, ce qui serait le cas s'ils n'étaient pas groupés, puisque leurs titres sont presque toujours au porteur? Il faut qu'ils aient un représentant qui ait qualité pour discuter, et, dans des conditions déterminées, pour décider.

Il arrive souvent, dans la pratique, que ce soit la banque qui s'est chargée du placement des titres qui remplisse ce rôle. Ce choix a ses avantages : la banque qui a lancé les obligations dans le public a intérêt, pour son crédit, à ce qu'elles conservent une bonne cote. Sa clientèle déserterait assez vite ses bureaux si elle perdait son argent dans les titres qui sont ainsi vendus. De très puissantes sociétés de crédit ne sont-elles pas aujourd'hui l'objet d'une certaine suspicion de la part de leurs clients, à qui elles ont fait prendre trop de titres étrangers, russes, balkaniques ou sud-américains? Malheureusement il est à craindre parfois que les banques ne soient pas assez indépendantes vis-à-vis de la société débitrice et qu'elles ne défendent mollement l'intérêt des obligataires. Moins l'affaire est bonne et plus leur commission est élevée. Cela constitue une tentation pour certains établissements de crédit peu scrupuleux qui n'escomptent pas de vastes lendemains et lancent par suite les affaires qui, immédiatement, leur rapportent le plus. On ne peut oublier qu'en France il est malheureusement à la portée de n'importe qui de se dire et de s'installer banquier. Il suffit de louer un

bureau, de l'agencer et de s'inscrire au livre du commerce. C'est une profession trop ouverte et qui, par suite, n'est en soi ni une garantie d'honorabilité ni de compétence. Il y a, chez nous, de nombreuses banques qui seraient d'excellents représentants des obligataires, mais il en est aussi qui seraient prêtes à trahir leur mission. En Amérique et en Angleterre, la protection des obligataires est presque toujours assurée par les banques émettrices, les « trust companies ». Mais ce sont des établissements soumis à une réglementation très stricte. Quoiqu'il en soit, s'il peut y avoir des doutes sur le mode d'organisation qu'il conviendrait d'adopter pour la représentation commune des obligataires, il n'y en a point sur l'utilité de celle-ci.

Ajoutons que non seulement de légitimes intérêts individuels sont engagés dans la question du groupement des obligataires, mais que le pays tout entier y trouverait profit. D'une part, les obligataires sont aujourd'hui trop à la merci des actionnaires et de ce fait l'épargne publique est souvent compromise, chose particulièrement regrettable, étant donné le milieu dans lequel les souscriptions d'obligations se recrutent généralement. On a répété que les obligations étaient des titres de « pères de famille », des titres de placement et non des titres de spéculation. Juridiquement cela peut être exact, mais, en fait, il arrive souvent que les obligataires sont les seuls à courir des risques. Dès 1901, M. Wahl le remarquait, « les inconvénients de la situation des obligataires sont devenus surtout sensibles lorsque les sociétés sont entrées dans la voie de l'émission des obligations, non seulement pour faire face à des besoins temporaires ou imprévus, mais pour se procurer des capitaux qui leur étaient nécessaires dès le début de l'entreprise et d'une manière permanente, et ont ainsi cherché dans l'émission d'obligations un

moyen d'échapper aux lois restrictives de la constitution du capital (1) ».

Cette tactique n'a fait que se développer. On voit de petites sociétés dont l'actif est uniquement ou en grande partie composé d'apports en nature de valeur plus ou moins majorée, ou de simples promesses de vente représentées par des actions libérées, se procurer, aussitôt constituées, les fonds de roulement qui leur manquent, en procédant à des émissions de bons ou d'obligations. Les obligataires sont alors les seuls bailleurs de fonds, les seuls à risquer leurs mises, et aussi les seuls à n'avoir aucun droit dans la gestion de l'affaire.

C'est donc souvent une illusion et un leurre de croire que les porteurs d'obligations sont à l'abri des risques; pour un certain nombre de sociétés emprunteuses, l'adage est exact qui dit que « les affaires, c'est l'argent des autres ». Notre législation laisse les obligataires trop désarmés par rapport aux actionnaires. D'abord, l'émission des obligations n'est pas réglementée, alors que celle des actions l'est étroitement. Dans certains pays étrangers, il y a une proportion qui ne peut être dépassée entre le capital obligations et le capital actions. On part de l'idée que les actions sont le gage des obligations. Il en est ainsi, notamment dans le code de commerce portugais. « Les sociétés anonymes peuvent émettre des obligations, nominatives ou au porteur, jusqu'à concurrence du capital déjà réalisé et existant d'après le dernier bilan approuvé (art. 196). » Dans le code de commerce roumain : « Les sociétés ne peuvent émettre des titres d'obligations au porteur ou nominatives pour une somme qui dépasserait le capital versé et existant d'après les conditions du dernier bilan approuvé. » Il y a une exception qui est prévue, mais qui s'explique

(1) WAHL, *op. cit.*

parce que la société débitrice dispose d'autres garanties : « On pourra cependant émettre des obligations, même pour une somme plus considérable, lorsque l'excédent sera garanti par des titres nominatifs émis par l'Etat, les départements ou les communes, dont l'échéance coïncide avec celle des obligations, et qui soient déposés dans la Caisse des dépôts, consignations et économies pour y rester jusqu'à l'extinction des obligations émises (art. 173). » Le code de commerce argentin contient une disposition analogue à celle du code de commerce portugais.

En France, on ne rencontre la même règle que dans des cas spéciaux, les chemins de fer d'intérêt local; le Crédit Foncier de France, par exemple. On a beaucoup discuté l'utilité de cette disposition; dans une étude sur la protection des obligataires dans les sociétés belges, parue en 1901, M. Lévy-Alvarez disait que « l'interdiction d'émettre des obligations pour une somme supérieure au capital versé peut être facilement éludée en recourant à d'autres modes d'emprunts tels que les comptes courants et la négociation de promesses à brève échéance; d'ailleurs, l'estimation du capital est tout à fait arbitraire dans les relations de la société avec ses obligataires, puisqu'il n'intervient pas entre ces parties une vérification contradictoire des apports ».

Il ajoutait que cette condition d'un maximum d'obligations est repoussée par l'opinion, au moins en France. Il est toujours délicat de faire parler « l'opinion », cependant on doit reconnaître que la commission extra-parlementaire de 1902 s'est refusée à prohiber l'émission d'obligations avant la libération intégrale des actions et à établir un rapport légal entre le capital actions et le capital obligations. Plus récemment, M. René Gain observait que la solution des codes portugais et argentins « ne parerait pas au danger

particulièrement grave de sociétés qui se constituent avec uniquement des actions d'apport et sans aucunes espèces liquides, et dans lesquelles les fonds de roulement sont uniquement fournis au moyen d'emprunts obligataires émis aussitôt la société constituée, de telle sorte que les obligataires sont en réalité les seuls à participer aux risques de l'entreprise dans laquelle ils ne peuvent exercer aucun droit de gestion (1) ».

Ces considérations sont d'ailleurs corroborées par l'expérience. A la dernière assemblée d'obligataires du Crédit Foncier de France, le Président du Conseil d'administration, M. Laroze, et l'un des commissaires des comptes, M. A. Lebon, ancien ministre, se sont élevés contre la proportion imposée à cet établissement entre le capital actions et le capital obligations. Ils ont remarqué que les obligataires avaient, en l'espèce, des garanties autres que les actions, terres et maisons hypothéquées, ressources des départements et des villes, réserves de toute sorte, et que, au surplus, le Crédit Foncier verrait son activité paralysée si ladite règle était maintenue. Il est probable qu'elle va disparaître, puisqu'elle n'existe pas pour le Crédit National, dont le champ d'opérations est assez analogue.

Établir un maximum d'émission pour les obligations, apparaît donc à la fois comme une garantie tantôt illusoire et tantôt gênante; illusoire, quand les sociétés débitrices ne sont pas scrupuleuses, gênante, dans le cas de sociétés prospères dont les opérations vont en se développant. Ce n'est donc pas dans cette voie qu'il convient de s'engager pour réaliser la protection des obligataires.

On a pensé aussi à un autre procédé, qui consisterait à assurer *d'office* des sûretés aux obligataires; ceux-ci

(1) René GAIN, *op. cit.*, p. 29.

cesseraient d'être des créanciers chirographaires pour devenir hypothécaires ou gagistes. Aujourd'hui, les obligataires peuvent obtenir des sûretés spéciales, mais ces sûretés ne sont pas de droit, il faut qu'elles soient stipulées. Suivant MM. Houpin et Bosvieux, ces garanties s'offrent sous des formes assez variées. « La garantie la plus fréquente consistera dans la constitution d'une hypothèque sur les immeubles de la société emprunteuse. L'on pourra aussi avoir recours au cautionnement par une autre société (ou par l'État, par exemple, sous forme d'une garantie d'intérêts), à la délégation de créance, avec accomplissement des formalités de l'article 1690 du code civil, ou à la constitution d'un gage ou nantissement. La loi du 17 mars 1909 permettra d'offrir aux obligataires une garantie avantageuse au moyen d'un nantissement sur le fonds de commerce exploité par la société emprunteuse et les accessoires de ce fonds, nom, clientèle, droit au bail, matériel et outillage, marques, brevets d'invention et droits de propriété industrielle, littéraire ou artistique dans la forme réglée par les articles 8 et suivants de ladite loi (1). »

En note, les distingués auteurs expliquent le mécanisme pratique qui permettrait de rendre effective la garantie ci-dessus indiquée. « La loi de 1909 ne contient aucune disposition relative aux obligations négociables et laisse aux parties toute liberté pour régler à leur guise le fonctionnement pratique du nantissement. L'article 27 de cette loi, qui prévoit la transmission du privilège par voie d'endossement de titres à ordre, semble inutilisable, car le morcellement des obligations rendrait, en fait, impossible l'exécution des formalités imposées par cet article. *L'on se trouvera donc amené*

(1) HOUPIN et BOSVIEUX, *op. cit.*, p. 543 et 544, n° 475.

à centraliser les formalités sur la tête d'un ou plusieurs représentants des obligataires, de la même manière qu'en cas de création d'obligations hypothécaires. L'acte d'emprunt (qui pourra être passé en la forme sous seing privé) contiendra, après la constitution du nantissement, création d'une société civile d'obligataires, dont les administrateurs auront le pouvoir de prendre toutes mesures utiles dans l'intérêt commun, et au nom desquels seront inscrites et renouvelées les inscriptions de nantissement. Enfin, le créancier nanti d'un gage mobilier ne pouvant réclamer son remboursement en cas de dépréciation que si celle-ci provient du fait du débiteur (art. 1188, C. civ.), il conviendra de prendre des précautions contre le dépérissement du fonds de commerce et de ses accessoires, en insérant dans l'acte constitutif une clause obligeant la société emprunteuse à maintenir la valeur du gage pendant toute la durée du prêt, la contravention à cette clause devant entraîner l'exigibilité immédiate des obligations. En ce qui concerne spécialement le matériel d'exploitation, il importera d'en régler d'une manière précise l'entretien et l'amortissement. L'on pourra aussi stipuler qu'au cas où le chiffre moyen des bénéfices nets tombera au-dessous d'une somme déterminée, durant deux ou trois années consécutives, l'assemblée générale des obligataires aura le droit d'exiger le remboursement des obligations ou de réaliser le gage conformément à la loi du 1909. »

En Amérique, on a souvent cherché dans cette voie le moyen d'assurer une protection efficace aux obligataires, notamment pour ce qui touche les émissions faites par les chemins de fer. Dans une étude sur « l'art de placer et gérer sa fortune (1) », M. Paul

(1) Ch. Delagrave, éditeur; 1906.

Leroy-Beaulieu écrivait : « Les obligations des chemins de fer américains sont appelées à remplir, au xx^e siècle, la fonction que tenaient, au xix^e siècle, les consolidés britanniques, cette valeur de refuge par excellence, avec l'avantage très appréciable d'un intérêt rémunérateur..... Ces obligations ont l'avantage de fournir facilement 1/2 0/0 de plus de rémunération que celle des compagnies de chemins de fer français, avec une durée parfois double. Elles ont cet autre mérite que ces titres, en cas de grandes guerres au sein de l'Europe, seraient à l'abri des conséquences ou des répercussions de ces guerres, ce qui donne une sécurité précieuse. »

On sait assez que ces vues se sont en quelque sorte trouvées prophétiques. Ces valeurs, par suite de leur libellé en dollars, soit pour les intérêts, soit pour leur remboursement, ont monté dans la proportion de 1 à 3. Elles ont été, pour la plus grande part, mises à la disposition de l'Etat et ont contribué à enrayer momentanément la baisse de notre change.

Mais ce qu'il importe de noter ici, c'est que la plupart du temps, elles disposent de garanties spéciales. La banque Hollando-Américaine, 14, rue Pillet-Will, à Paris, a donné dans une brochure la traduction des qualifications d'emprunts obligataires des chemins de fer américains. On nous permettra de la reproduire, car elle rend tangible la variété d'obligations qui existent là-bas et le degré de sécurité variable qui y est attaché :

Bonds..... Obligations.

Ce sont des titres qui n'offrent pas de sûretés spéciales, les porteurs sont dans la situation de nos créanciers chirographaires.

First mortgage..... Première hypothèque.
Second mortgage..... Deuxième hypothèque.
Third mortgage..... Troisième hypothèque.

Aucune explication n'est ici nécessaire, les porteurs desdits titres sont dans la même position que nos créanciers hypothécaires spéciaux.

Prior lien..... Hypothèque de priorité primant toutes les autres.

Les hypothèques peuvent s'appliquer à l'ensemble des propriétés d'une compagnie ou à telle ou telle division du réseau; dans ce dernier cas, le nom de la division est indiqué dans la dénomination du titre. C'est l'analogue de nos hypothèques privilégiées, avec cette différence toutefois, que, chez nous, ces hypothèques sont presque toujours générales, alors que, en Amérique, elles peuvent être spéciales.

General mortgage..... Hypothèque générale couvrant toutes les propriétés de la compagnie; cette hypothèque, naturellement, pourrait être primée par des hypothèques déjà existantes.

Refunding mortgage..... Obligations émises pour rembourser les emprunts antérieurs au fur et à mesure de leur échéance, les garanties de ces emprunts sont transférées au nouveau.

First refunding....	} selon que la garantie dont elles ont hérité est une première ou une deuxième hypothèque.
Second refunding..	

Consolidated mortgage..... Même observation. Obligations émises pour unifier ou consolider la dette d'une compagnie, l'emprunt s'appelle first ou second consolidated ou enfin general consolidated.

Collateral trust..... Ces obligations, à part naturellement la garantie de la compagnie qui les émet, sont garanties, en outre, par un dépôt d'actions ou d'obligations entre les mains de « trustees ». Les titres sont généralement ceux d'une autre compagnie, que la société

emprunteuse a achetées afin de s'assurer le contrôle de cette compagnie.

Convertible bonds..... Les porteurs de ces obligations ont le privilège d'échanger à une certaine époque, déterminée d'avance, leurs titres contre des actions ordinaires de la compagnie, calculées à un prix déterminé d'avance.

Debentures..... Obligations sans gage spécial, jouissant seulement de la garantie générale de la compagnie débitrice et constituant une dette de la compagnie.

Notes..... Obligations à court terme.

Income bonds..... Obligations à revenu variable et qui se rapprochent par suite des actions privilégiées.

Il existe donc en Amérique toute une gamme d'obligations à garantie croissante, et l'on voit en particulier dans les « Collateral trusts », l'hypothèse des « Consolidated mortgages » être remplacée par un gage véritable, remis à des fidéicommissaires. On se trouve en face d'une disposition originale du droit anglo-américain qui rend de très grands services dans les cas les plus variés, mais notamment en ce qui concerne la protection des obligataires.

Voici ce qu'écrivait à ce sujet M. René Gain : « Aux Etats-Unis, comme en Angleterre, à défaut de dispositions législatives, la coutume et l'usage ont permis d'organiser la représentation des obligataires. La masse des porteurs d'obligations est représentée par le « trustee ». La mission de celui-ci, ses droits et la façon dont il dirige les intérêts communs des obligataires, sont nettement définis et déterminés par la jurisprudence (1). »

On est ici en face d'une singularité du droit anglo-américain qui ne s'élabore pas dans les mêmes condi-

(1) René GAIN, *op. cit.*, p. 110 et suiv.

lions que le nôtre. Chez nous, les réglementations se font souvent *a priori* et de façon systématique; en Angleterre et aux États-Unis, elles se font plutôt *a posteriori* et peu à peu. A mesure que les cas se présentent, les tribunaux les résolvent, et, à la longue, il se forme un ensemble de règles qui visent à peu près toutes les hypothèses possibles.

Le rôle du trustee, comme protecteur des obligataires, s'est dessiné et précisé par une longue pratique. Le voici à peu près tel qu'il est aujourd'hui. Tout d'abord il veille à la régularité du contrat de souscription; il prend des hypothèques s'il y a lieu, les radie quand elles deviennent sans objet. Il surveille l'amortissement des obligations, mais il n'a pas, sauf conventions contraires, le droit de consentir au nom des obligataires une réduction du capital ou même de l'intérêt des obligations. Ses attributions sont essentiellement d'ordre conservatoire; pour les actes de disposition, il a besoin du concours des obligataires dans certaines conditions de majorité.

Pour ce qui est de l'Amérique, l'on est réduit à rester un peu dans des généralités, car il n'y a pas de loi sur la question, et l'on est, dès lors, dans le domaine des usages et des libres conventions, choses qui, par définition même, sont en perpétuelle évolution.

Il en était également ainsi, en Angleterre, jusqu'en 1908. A cette date, la loi sur les sociétés (The companies consolidation act) a imaginé et adopté deux séries de mesures afin de protéger les obligataires: 1° ils ont droit aux mêmes communications que les actionnaires; 2° en cas de liquidation de la société débitrice, ils peuvent recourir aux cours compétentes pour la défense de leurs droits.

Il résulte de ceci que, *légalement*, la protection des obligations n'existe en Angleterre que dans un cas très

spécial, la liquidation de la société emprunteuse, et qu'elle est alors judiciaire.

En fait, en Grande-Bretagne, comme aux États-Unis et aussi en France, il existe des associations d'obligataires du type suivant : dès l'ouverture de la souscription, une clause, dite « clause de majorité », groupe tous les souscripteurs de l'emprunt obligataire en une sorte de société, le « debenture stock » ou « capital consolidé en une seule masse pour les commodités de la pratique ». Il s'ensuit que, dans les assemblées générales, la majorité oblige la minorité. Mais il faut que les statuts énumèrent les cas dans lesquels la loi de la majorité jouera. Ainsi les souscripteurs peuvent mesurer d'avance la limitation qui est apportée à leurs droits individuels, il ne peut y avoir de surprise pour eux. Mais, en revanche, le système manque peut-être un peu de souplesse ; la vie est infiniment variée, et les « cas » qui se présentent dans la réalité dépassent toujours les prévisions. Il y a deux dangers ; il faut craindre de donner trop de pouvoirs aux assemblées d'obligataires, et il faut craindre de ne pas leur en donner assez. Il est délicat d'opter, mais tant que les associations d'obligataires seront, comme aujourd'hui, assez généralement dans la main de la société emprunteuse, la limitation des droits de la majorité peut invoquer de sérieux arguments.

Une preuve en est donnée par le jugement qui vient d'intervenir dans l'affaire dite du Banco el Hogar argentino. Cette société avait émis une double prétention : 1^{re} elle avait avisé les porteurs d'obligations émises en France qu'à partir du 1^{er} octobre 1919, les coupons de ces titres seraient exclusivement payables à Paris, en francs, au prix indiqué sur les coupons et sans déduction des impôts ; 2^o son conseil d'administration avait décidé que le service d'intérêts et d'amor-

tissement s'effectuait à l'avenir exclusivement en francs, à Paris. Le Banco el Hogar argentino avait, par la suite, ajourné sa première résolution, mais il avait maintenu la seconde. Voici d'abord les faits : l'an dernier, le Banco el Hogar argentino avait, en conséquence de sa décision, procédé au remboursement de ses obligations à Paris en francs exclusivement. *La Société civile des obligataires avait accepté ce remboursement.* Mais un petit nombre de porteurs dissidents avaient assigné le Banco el Hogar argentino afin d'obtenir le maintien du service financier en pesos à Buenos-Aires. Ils ont eu gain de cause. Le tribunal, statuant au fond, dit que la décision prise par le Banco el Hogar argentino est sans effet à l'égard des demandeurs ; dit que cette société est tenue de maintenir, dans l'intérêt des demandeurs, à toutes fins et usages qu'il appartiendra, conformément aux engagements pris, les services financiers en vue du paiement à Paris en francs et à Buenos-Aires en pesos, du capital et des intérêts des obligations dont ils sont porteurs. Le Banco el Hogar argentino perd donc son procès, bien que ses prétentions aient été admises par la société civile des obligataires. Le tribunal, et c'est ce qu'il importe de souligner, est fort sévère pour les décisions prises par l'assemblée des obligataires. Il reconnaît que les statuts de la société civile des obligataires sont opposables aux porteurs, mais il estime « qu'il convient surtout de rappeler que c'est l'intérêt des obligataires (ainsi que le proclame dans ses premiers mots l'article 3 : « Mettre en commun, réunir et centraliser dans l'intérêt de tous les obligataires, l'exercice de tous les droits et actions attachés à leurs titres, ») qui seul commande les actes de la société et légitime son intervention ; qu'en la cause, la société créée ainsi dans l'intérêt des obligataires et pour sauve-

garder leurs droits, s'est manifestement placée en dehors des limites de son mandat; que l'action des demandeurs était déjà intentée lors de la délibération dont s'agit; que celle-ci, qui ne s'expliquait pas par le désir de guider les obligataires, dont la presque totalité avait déjà pris parti, n'a manifestement eu pour but que de fournir au Banco el Hogar argentino la fin de non-recevoir qu'il invoque aujourd'hui; que la société qui lui prêtait par là son aide dans la manœuvre tentée contre les obligataires, sacrifiait sans hésiter l'intérêt évident de ceux-ci à voir maintenir le double service financier offert et accepté, n'a donc pas agi dans les termes des statuts; *que le Banco el Hogar est l'un des fondateurs de la société des obligataires* et se trouve par suite avoir qualité, puisqu'il s'en prévaut, pour entendre discuter les actes de celle-ci, et tout au moins vis-à-vis de lui les voir déclarer sans valeur; attendu que les résolutions qui précèdent mettent hors de doute *que les résolutions délibérées par l'assemblée générale du 5 août 1920 excédaient ses pouvoirs, tant en ce qu'elle a disposé des éléments formant l'essence et l'objet du contrat, disposé par conséquent du titre même des obligataires, qu'en ce qu'elle a par cette mesure violé l'intérêt de ceux-ci pour la sauvegarde desquels, au contraire, elle était instituée; que dès lors la décision du Banco el Hogar argentino, échappant au mandat de la société, la délibération de celle-ci, qui par elle-même, au surplus, trahit la mission que les obligataires lui avaient confiée, ne lie ni n'oblige ces derniers, dont par suite le droit individuel de s'adresser à la justice demeure entier (1) ».*

Si donc la nécessité même d'assurer pratiquement un moyen de liaison entre les actionnaires et les obliga-

(1) *Cote Desfossés*, jeudi 17 novembre 1921.

taires a fait surgir un peu partout des modes de représentation des obligataires, l'exemple du Banco el Hogar argentino montre que le statut du groupement doit être réglementé, afin que ce groupement qui devait assurer la protection des obligataires ne sacrifie pas délibérément leurs droits individuels à de prétendus intérêts collectifs.

CHAPITRE II

Les modes de protection des obligataires.

I. — *La pratique française.*

Dans tous les pays, les obligataires se sont réunis en sociétés, sensiblement de même type, avant que le législateur ne réglemente la question. En matière d'organismes qui touchent à la vie pratique, il en est presque toujours ainsi. Les effets de commerce, lettres de change, billets à ordre, chèques, par exemple, ont été créés sous l'action des circonstances, et ce n'est que longtemps après que les lois s'en sont préoccupées. Ceci est d'ailleurs bien préférable, car les institutions qui sont soutenues par les besoins courants sont les seules qui se répandent et s'acclimatent aisément. En France, nous sommes encore à la période où les groupements d'obligataires n'ont pas d'existence légale, sauf dans le cas spécial de règlement transactionnel. Mais, en fait, presque toutes les sociétés qui émettent des obligations prennent soin de créer des sociétés civiles d'obligataires. Ces groupements sont ainsi dus à l'initiative des sociétés débitrices et cela déjà suffit pour qu'on se demande s'ils sont bien qualifiés pour remplir le rôle apparent qui leur est assigné, c'est-à-dire la défense des prêteurs. On a vu par l'affaire du Banco el Hogar argentino qu'ils n'hésitaient pas parfois à trahir leur mission. Cela n'a rien d'éton-

nant si l'on veut bien considérer que presque toujours ils sont, comme nous venons de le dire, constitués et réglementés par la société débitrice. On assiste à ce spectacle que les droits des créanciers se trouvent délimités par leur débiteur. Il y a là une anomalie assez inquiétante. Les sociétés civiles d'obligataires se présentent comme des organismes de protection et de défense de ces derniers, mais, en réalité, ce sont quelquefois pour eux des organes d'étranglement. De nombreux auteurs, tant juristes qu'économistes, énumèrent les avantages du groupement des obligataires. Cela pourrait être, si les sociétés civiles étaient indépendantes des sociétés débitrices. En fait, elles ne le sont pas et l'instrument utile que pourrait être le groupement est faussé par là même.

Ces groupements d'obligataires prennent presque toujours le nom de « société civile ». Mais ces sociétés civiles sont-elles bien légales, et sont-elles même des sociétés telles que les définit la loi? La question a été très controversée et n'est résolue à l'heure actuelle qu'en ce qui concerne leur légalité.

Il paraît difficile de considérer les sociétés d'obligataires comme de véritables sociétés rentrant dans la définition de l'article 1832, C. civ., car elles ne comportent ni apports, ni profits pécuniaires à réaliser et partager. Elles n'en sont pas moins licites et la Cour de Paris a déclaré valable une société civile ayant pour objet de centraliser la conservation, la protection et la défense des intérêts communs à tous les obligataires (1). La Cour de cassation a aussi reconnu la légalité de ce mode de procéder en rejetant le pourvoi formé contre la décision précitée, mais elle n'a pas recherché si un tel groupement avait les caractères d'une société civile, et

(1) Paris, 5 déc. 1885 (J. S., 1886, 538).

elle a même déclaré qu'il ne constitue en aucun cas une personne morale (1). Elle a simplement admis, et c'était l'essentiel, que les administrateurs de la société civile avaient valablement reçu *mandat* de représenter les associés dans la limite de l'intérêt mis en commun. Ainsi, ce terme de « société civile » peut prêter à confusion, et ce mode de groupement a l'inconvénient de ne pas faire acquérir la personnalité morale à la société formée. Il serait préférable de réunir les obligataires, au même titre que les « trusts » ou les « sociétés coopératives de crédit », en « association » ou « syndicat » jouissant du bénéfice de la personnalité morale, au moyen de l'accomplissement des formalités prescrites par la loi du 1^{er} juillet 1901 sur le contrat d'association.

Quant aux statuts des « sociétés civiles », ils sont, à très peu près, identiques dans toutes les sociétés formées :

« ARTICLE 1. — Il est formé une société civile entre
« les souscripteurs et les propriétaires futurs des obli-
« gations 6 0/0 de 500 francs chacune émises à concur-
« rence de »

« ARTICLE 2. — La société civile a pour objet de mettre
« en commun, réunir et centraliser, *dans l'intérêt de*
« *tous les obligataires*, l'exercice des droits, actions et
« garanties qui sont dès à présent ou qui pourraient
« être ultérieurement attachés aux titres, de telle sorte
« *que la société civile pourra seule et à l'exclusion de*
« *tous les obligataires individuellement, exercer ces*
« *droits, actions et garanties*. Il est bien entendu que,
« malgré cette mise en commun des droits, actions et
« garanties attachés aux obligations, chacun des obliga-

(1) Cass. civ., 3 déc. 1889 (D. 90. 1. 105). — Cf. HOUPIŒ et BOSVIEUX, *op. cit.*, p. 582 et 583.

« taires conservera la propriété personnelle et exclusive
« de ses obligations et pourra en disposer à son gré,
« sans être tenu d'avoir recours à la société civile et de
« l'en informer. »

Cet article commence par proclamer ce qui devrait être, à savoir que les sociétés civiles d'obligataires sont faites dans l'intérêt de ceux-ci; mais il continue en enlevant à chaque obligataire l'exercice de ses droits, actions et garanties, sauf celui de disposer comme il l'entend de ses titres. C'est une sorte de déclaration de principes qui est ainsi mise au frontispice des statuts et qui ne laisse pas que d'être assez dangereuse pour les personnes qu'il est question de défendre.

L'article 3 est sans intérêt, il est relatif à la dénomination du groupement, par exemple : société civile des obligataires du groupement de l'industrie sucrière française en reconstitution (sucreries et raffineries); société civile des obligataires du groupement des industriels alsaciens, etc.

Il en est de même des articles 4 et 5, qui visent le siège et la durée de la société.

« ARTICLE 6. — La souscription ou la possession d'une
« obligation, à n'importe quel titre, emporte de plein
« droit adhésion aux présents statuts et aux décisions
« de l'assemblée générale des obligataires. La société
« n'aura pas de titres particuliers, mais les titres d'obligation indiqueront que les porteurs font partie de
« plein droit de la société civile. »

Cet article, comme l'article 2, engage les obligataires dans un engrenage dont ils ne peuvent s'échapper; mais il les prévient, puisque mention est faite sur le titre que les porteurs font partie de plein droit de la société

civile. Ils n'ont donc qu'à s'en prendre à eux. Mais il faut remarquer que les obligataires ne se recrutent pas, en général, dans des milieux très avertis et habitués aux questions de droit et d'affaires. D'autre part, ils ne lisent guère les notices imprimées qui leur sont adressées; quant aux mentions inscrites au dos des titres, on ne les voit que lorsqu'on a acheté l'obligation. Et encore n'en est-il ainsi que rarement, car d'habitude la personne qui dispose de quelques fonds et qui veut acquérir des obligations se borne à donner un ordre à sa banque. Celle-ci est généralement invitée à garder les titres en dépôt, de telle sorte que jamais le propriétaire ne les voit. Il les revend sans qu'ils aient passé dans ses mains.

« ARTICLE 7. — La société est gérée par un comité
« composé de X membres (souvent 3 à 6). Ses adminis-
« trateurs sont choisis parmi les obligataires et doivent
« posséder chacun au moins dix obligations, qui reste-
« ront déposées dans les caisses de la société débitrice.
« Sont désignés par les présents statuts comme pre-
« miers administrateurs : A, B, C, etc. Cette désigna-
« tion devra être confirmée *dans les trois ans* par
« l'assemblée générale des obligataires aux conditions
« prévues à l'article 13. Chaque administrateur recevra
« une rémunération annuelle de X francs (1.500 ou
« 2.000) qui sera à la charge de la société débitrice... »

À divers égards, les dispositions de l'article 7 nous paraissent regrettables : les membres du comité sont choisis par la société emprunteuse; ils sont rétribués par elle; leur désignation n'est soumise à la notification des obligataires que dans un délai de trois ans; ils n'ont, obligatoirement, que bien peu de titres. Pour toutes ces raisons, il est à craindre qu'ils ne soient au service de

la société débitrice et non à celui des obligataires. Ce fait est fort grave, puisqu'en apparence ils représentent les obligataires, alors qu'en réalité ils sont les hommes de la société débitrice. Et le danger est d'autant plus grand que leurs pouvoirs sont fort étendus.

« ARTICLE 8. — Le comité a les pouvoirs les plus
« étendus pour agir au nom de la société civile, faire
« toutes opérations relatives à l'objet social, repré-
« senter la société vis-à-vis de la société débitrice et
« vis-à-vis des tiers. Le comité a notamment les pou-
« voirs suivants qu'il pourra déléguer en tout ou en
« partie à l'un de ses membres par simple délibération :
« réaliser et exécuter toutes conventions et transactions
« avec la société débitrice; exercer tous droits et actions
« attachés aux obligations, ainsi que tous les pouvoirs
« et autorisations conférés par l'assemblée générale;
« accepter toutes garanties et notamment tous nantis-
« sements de titres d'annuités délivrés par l'État en
« exécution de la loi du 31 juillet 1920, ainsi que de
« toutes autres lois ultérieures; désigner, d'accord avec
« la société débitrice, tout tiers pour la conservation
« des gages, l'encaissement des annuités et la centrali-
« sation des provisions nécessaires au service de l'em-
« prunt; fixer le montant de l'émission d'accord avec
« la société débitrice à tel chiffre qu'il jugera bon et
« dans le cas où ce chiffre serait inférieur à ... francs,
« restituer à celle-ci les titres d'annuités remis en gage
« préalablement à l'émission dans la mesure où le mon-
« tant annuel de ces annuités excéderait les sommes
« nécessaires au service régulier des obligations émises;
« donner toutes quittances, mainlevées et décharges,
« ainsi que tous désistements de nantissements; repré-
« senter la société en justice, tant en demandant qu'en
« défendant, obtenir tous jugements et arrêts, les faire

« exécuter; recevoir toute somme pouvant être due à
« quelque titre que ce soit à la société civile ou à ses
« membres; produire à tous ordres et distributions;
« toucher le montant de toutes collocations faites au
« profit de la société civile ou de ses membres; traiter
« et transiger, compromettre; engager et suivre toutes
« procédures, prendre toutes mesures conservatoires et
« toutes mesures d'exécution qu'il jugera convenables,
« déléguer et transmettre tout ou partie des pouvoirs
« ci-dessus; passer, signer tous actes et généralement
« faire ce qui sera nécessaire dans l'intérêt des obligataires. »

Ce sont là des formules de style empruntées à la matière du mandat; du fait des statuts les membres du comité se trouvent investis d'une procuration qui comporte les plus larges attributions qu'il soit possible de donner. C'est une nouvelle raison de penser que lesdits mandataires ne devraient pas être choisis par la société débitrice. En apparence, ils sont les mandataires de la société des obligataires, ils devraient donc être nommés par elle. On arrive à l'anomalie suivante : ce sont les débiteurs qui désignent les représentants des créanciers.

L'article 9 règle le mode de convocation du comité, ainsi que les formes dans lesquelles il délibère. L'article 10 est analogue, sauf qu'il vise l'assemblée générale des obligataires.

« ARTICLE 10. — Les obligataires se réunissent en
« assemblée générale, lorsqu'il y a lieu, pour délibérer
« et statuer sur leurs intérêts communs. La convocation
« est faite soit par le comité de la société civile, soit
« par le conseil d'administration de la société débitrice,
« soit par les obligataires les plus diligents, réunissant
« au moins 20/0 des obligations non amorties. »

Cette dernière disposition constitue une arme précieuse aux mains des obligataires. Ils peuvent se réunir d'office, sans convocation de la société débitrice ou du comité, ce qui est trop souvent la même chose, à la seule condition de représenter un certain quorum. Ce quorum est d'ailleurs modéré et l'on ne pourrait guère descendre au-dessous sans s'exposer à des réunions intempestives et nuisibles. Mais l'expérience a démontré qu'il est fort difficile de grouper les porteurs de titres en nombre un peu important, que ce soit des actionnaires ou des obligataires. Il existe une mentalité assez curieuse : àpre au gain, on économise peu à peu ; ensuite, on investit ses fonds dans des entreprises, au petit bonheur, et l'on ne s'en soucie plus. Pour beaucoup, actions et même obligations apparaissent un peu comme des billets de loterie, on s'en remet au hasard. Il n'y a guère que les administrateurs, leurs familles et ceux qui les approchent, qui aillent régulièrement aux assemblées.

A noter encore dans l'article 10 que la société débitrice peut se faire représenter à toute assemblée générale par un ou plusieurs délégués ayant voix consultative. Cette règle doit être approuvée ; mais pourquoi n'est-elle pas réciproque ? Pourquoi, en général, les obligataires ne peuvent-ils se faire représenter aux assemblées d'actionnaires ? Cette mesure a une égale utilité dans l'une et l'autre hypothèses.

« ARTICLE 11. — Les délibérations sont prises à la
« majorité des voix des membres présents. Chaque
« obligataire présent a autant de voix qu'il possède ou
« représente d'actions.

« ARTICLE 12. — L'assemblée délibère et *statue sou-*
« *verainement* sur toutes les questions et tous objets

« quelconques pouvant intéresser la société civile et
« indiqués dans les avis de convocation. Ces décisions,
« régulièrement prises, *obligent tous les obligataires,*
« *y compris les absents, incapables ou dissidents.* »

Ceci n'est d'ailleurs vrai qu'à une double condition :
il faut une certaine majorité et qu'il ne s'agisse pas de
questions « réservées ». C'est l'objet des articles 13 et 14.

« ARTICLE 13. — L'assemblée délibère valablement
« sur toutes les questions autres que celles prévues à
« l'article 14, si les obligataires présents ou repré-
« sentés réunissent le quart au moins des obligations
« restant à amortir. Si, sur une première convocation,
« cette condition n'est pas remplie, une seconde convo-
« cation est faite à 7 jours d'intervalle et l'assemblée
« délibère valablement, quel que soit le nombre d'obli-
« gataires présents ou représentés, mais seulement sur
« l'ordre du jour de la précédente réunion. »

C'est une application du quorum dégressif qu'on a été
obligé d'instituer pour les assemblées d'actionnaires. Il
arrivait, en effet, que l'on était dans la quasi impossi-
bilité de faire fonctionner les sociétés, par suite de l'apa-
thie ou de l'abstention systématique des actionnaires.

Comme nous le disions ci-dessus, les actionnaires et
obligataires ont toujours eu, leurs fonds versés, une
tendance à se désintéresser de la vie des sociétés débi-
trices. Mais aujourd'hui d'autres raisons d'abstention
ont une certaine action ; les actionnaires et autres por-
teurs de titres mobiliers craignent, à cause de l'impôt
global et progressif sur le revenu, d'être « découverts »
par le fisc. Sans doute, quand il s'agit de sociétés fran-
çaises, ils ne peuvent échapper à l'impôt cédulaire,
puisqu'il se perçoit par retenue sur le coupon. Mais, du

moins, rien ne les oblige alors, si les titres sont au porteur, à dévoiler leur véritable personnalité, et ils peuvent encaisser sous un nom d'emprunt. C'est un fait d'expérience que, depuis l'établissement de l'impôt global et progressif sur le revenu, les assemblées tenues par les porteurs de titres mobiliers ont été de plus en plus désertées. Par suite des nécessités pratiques, le quorum dégressif de l'article 13 nous paraît devoir être conservé.

Il faut, en outre, pour que la majorité fasse la loi à la minorité, qu'il ne s'agisse pas de questions réservées, lesquelles font l'objet de l'article 14.

« ARTICLE 14. — En ce qui concerne les mentions
« qui seront inscrites sur les titres d'obligations ou
« dans la notice à insérer au Bulletin des annonces
« légales obligatoires et sur le prospectus d'émission
« avec stipulation que « les engagements qui en font
« l'objet ne pourront être modifiés sur aucun point sans
« l'assentiment de l'unanimité des obligataires », aucune
« dérogation ne pourra y être apportée qu'avec l'assen-
« timent d'une assemblée générale où les porteurs de
« toutes les obligations restant en circulation et non
« amorties seront présents ou représentés et voteront
« la résolution à l'unanimité. Si, sur une première con-
« vocation, l'une ou l'autre de ces conditions n'est pas
« remplie, une seconde assemblée pourra être convo-
« quée à 15 jours d'intervalle, mais cette assemblée,
« comme toute autre assemblée subséquente, devra,
« pour délibérer valablement, satisfaire aux deux con-
« ditions ci-dessus fixées pour la première assemblée. »

En résumé, le système admis par la pratique française est le suivant : par cela même qu'une société civile des obligataires est constituée, la majorité peut imposer

ses décisions à la minorité, réserve faite des cas expressément prévus par les statuts. Le droit commun est que les actions individuelles des porteurs d'obligations sont supprimées ; elles ne subsistent que dans des hypothèses spécialement mentionnées. Ceci est encore précisé par l'article 16.

« ARTICLE 16. — Toutes poursuites intentées par des « porteurs d'obligations individuellement seront nulles « de plein droit et ne produiront aucun effet. »

II. — *Le droit étranger.*

La plupart des législations étrangères sont infiniment plus restrictives en ce qui touche les pouvoirs de la majorité par rapport à la minorité. Nous avons déjà vu que, en Amérique, le trustee, qui représente la masse des porteurs d'obligations, a des attributions strictement limitées.

Il en est de même en Angleterre, où les pouvoirs des assemblées générales d'obligataires sont limitativement énumérés.

En Argentine, la protection des obligataires est assurée par une loi n° 8875 du 23 février 1912. Les obligataires sont obligatoirement groupés et représentés par des « fidéicommissaires ». Le législateur s'est efforcé de rendre ceux-ci indépendants ; pour cela, il a décidé que ces fonctions ne sauraient être accordées aux personnes qui, à un titre quelconque, participent aux pertes ou aux bénéfices de la société emprunteuse. On sait qu'en France les représentants des obligataires sont trop souvent dans la main des sociétés débitrices. Les pouvoirs des assemblées d'obligataires et des fidéicommissaires sont extrêmement larges ; toutefois, ils

doivent être spécifiés dans le contrat de souscription. Ce système, à l'encontre de la pratique française, part de l'idée que les droits individuels des obligataires sont la règle et qu'ils ne doivent qu'exceptionnellement être primés par les droits du groupe.

En Allemagne, la situation des obligataires est réglée par une loi du 4 décembre 1899. Les droits individuels sont mieux sauvegardés que chez nous. Tout d'abord, les obligataires sont en position de connaître l'état des affaires de la société débitrice, puisqu'ils peuvent assister aux assemblées d'actionnaires, et même participer aux délibérations. Ils ont, d'autre part, leurs assemblées propres, et la société emprunteuse n'a pas le droit de voter avec les titres restés en sa possession. Réserve faite du cas où il s'agirait d'éviter une faillite, les pouvoirs de l'assemblée des obligataires sont très restreints : elle ne peut guère que nommer un mandataire collectif, elle ne peut ni réduire le taux d'intérêt des obligations, ni même accorder un terme. C'est l'opposé même de la pratique française et, sans doute, la législation allemande est-elle timide à l'excès. Il y a un équilibre fort difficile à réaliser entre les droits individuels et les droits collectifs. En France, on sacrifie trop les premiers aux seconds; en Allemagne, c'est le contraire, semble-t-il.

La Belgique, de son côté, a cherché par des lois nombreuses à protéger les obligataires : 18 mai 1873, 22 mai 1885, 25 mai 1913, 30 octobre 1919. La situation juridique des obligataires est la suivante. Ils ont, comme en Allemagne et un peu en Angleterre, le droit de prendre communication des mêmes documents que les actionnaires et d'assister aux assemblées générales de ceux-ci, avec voix consultative. Comme en Argentine, le seul fait de l'émission des obligations fait naître une société d'obligataires douée de la personnalité

morale. Les attributions de l'assemblée générale des obligataires sont déterminées dans l'article 91 de la loi du 30 octobre 1919 : « Accepter les dispositions qui ont pour objet d'accorder des sûretés particulières au profit des obligataires ; modifier ou supprimer les sûretés déjà accordées ; proroger une ou plusieurs échéances d'intérêt ; consentir à la réduction du taux de l'intérêt ou en modifier les conditions de paiement ; prolonger la durée de l'amortissement, le suspendre, consentir les modifications aux conditions dans lesquelles il doit avoir lieu ; *accepter la substitution d'actions aux créances des obligataires* ; décider des actes conservatoires à faire dans l'intérêt commun ; désigner un ou plusieurs mandataires chargés d'exécuter les décisions qu'elle prend et représenter la masse des obligataires dans toutes les procédures relatives à la réduction ou à la radiation des inscriptions hypothécaires. »

Le procédé belge apparaît fort nettement rien qu'à la lecture de l'article ci-dessus ; c'est celui de l'énumération, énumération fort abondante, mais limitative. A l'examiner de près, on voit que tous les actes vraiment graves, sauf un, restent en dehors des pouvoirs de l'assemblée générale. La majorité ne fait la loi à la minorité que pour les décisions de faible importance, sauf toutefois en ce qui concerne la conversion possible des obligations en actions. Il y a, dans ce fait, un changement essentiel dans la nature des titres, qui est gros de conséquences. On a beaucoup discuté dans la doctrine pour savoir s'il convenait d'admettre un pareil pouvoir, les avis sont assez partagés. M. Lévy-Alvarez, dès 1901, trouvait exorbitant qu'on permette de changer l'essence même des droits de chacun pour les transformer en actions privilégiées et il citait la phrase que voici d'un de ses correspondants, M. Siville : « La transformation des obligations en actions ne procure pas de

fonds ; pratiquement, elle reste stérile et on devrait la considérer comme une conception théorique si elle n'ouvrait un champ étendu à des manœuvres inavouables. » Sans doute, par elle-même, la transformation des obligations en actions ne procure pas de fonds, mais, au point de vue pécuniaire, elle est susceptible d'améliorer sérieusement la situation de la compagnie débitrice. Ce n'est pas du tout la même chose pour la société de devoir à des obligataires et à des actionnaires : les premiers sont des créanciers, alors que les seconds ne sont que des associés, et ce fait entraîne des conséquences trop connues pour qu'il soit utile de les rappeler ici. D'autre part, en se libérant, par cette voie, de sa dette obligataire, la société peut arriver à en contracter une autre, et à se procurer ainsi de l'argent frais d'une manière indirecte.

A la même date, M. Wahl se prononçait dans un sens opposé à celui de M. Lévy-Alvarez ; il admettait que les assemblées d'obligataires pourraient, comme l'a demandé le congrès des Sociétés par actions de 1900, voter la conversion des obligations en actions, cette conversion pouvant être de nature à empêcher la faillite de la Société. Pour notre compte, nous estimons qu'il y a de fortes raisons dans les deux sens. Au point de vue purement juridique, on ne devrait pas accepter que la majorité puisse imposer sa décision à la minorité dans une telle hypothèse, car les souscripteurs voient ainsi leurs droits profondément, essentiellement modifiés ; fait d'autant plus grave que les obligations sont, en général, dans les portefeuilles de personnes qui ne veulent pas courir de risques et préfèrent des certitudes, certitudes d'intérêt fixe et de remboursement, à des possibilités d'enrichissement, mais accompagnées d'aléas.

Au point de vue économique, par contre, la

conversion des obligations en actions peut être un moyen de salut pour la société débitrice et, par suite, le moindre mal pour les obligataires. C'est donc une question d'espèce et il n'est pas mauvais que les statuts permettent cet acte.

Il faut ajouter que, dans la législation belge, les décisions ci-dessus mentionnées ne peuvent être prises qu'à des conditions d'importante majorité.

En Italie, la loi du 30 mai 1903 ne protège les obligataires qu'en cas de mise en liquidation judiciaire de la société débitrice. Dans cette hypothèse, les obligataires sont réunis d'office en assemblée générale. Ils peuvent, dans certaines conditions de majorité, consentir une réduction, soit d'intérêts, soit même de capital; *mais les dissidents peuvent se pourvoir devant les tribunaux pour la défense de leurs droits*. Cette solution a été admise, en France, dans l'affaire du Banco el Hogar argentino, malgré qu'il fût spécifié dans les statuts de la société civile des obligataires que « toutes poursuites intentées individuellement par des porteurs d'obligations seront nulles de plein droit et ne produiront aucun effet ». Ce jugement, il est vrai, peut être réformé, et ne pas se trouver le début d'une jurisprudence.

Il serait, en tout cas, préférable, que ces questions si graves soient réglées par le législateur; on pourrait alors tabler sur des bases plus solides, et ce serait avantageux pour les sociétés débitrices et pour les obligataires. Il y a un moment où l'intervention du législateur est désirable, c'est lorsqu'une institution a déjà un passé derrière elle. Il est bon que la loi vienne alors en préciser les traits, et, s'il est nécessaire, en corriger les défauts. Ce moment est venu, croyons-nous, en ce qui concerne les sociétés civiles d'obligataires.

CONCLUSION

Le projet à retenir.

Au début de cette étude, nous indiquions que les propositions de loi s'étaient multipliées dans ces derniers temps et que la situation des obligataires avait même été réglée, dans un cas particulier, par la loi sur le règlement transactionnel. On peut observer qu'un certain nombre de législations sont au même stade, c'est-à-dire qu'elles n'organisent la défense des obligataires que dans des cas de péril. Il en est ainsi notamment de l'Italie, de l'Autriche et de l'Angleterre. C'est une méthode insuffisante qui ne permet pas aux assemblées d'obligataires de donner tout le rendement dont elles sont susceptibles. Il faut aller plus loin et décider que les sociétés civiles d'obligataires sont l'accompagnement nécessaire de toute émission d'obligations. Il en est ainsi dans la proposition Lafarge, que nous avons déjà eu l'occasion de signaler (4).

« ARTICLE 8. — Toute société qui, postérieurement à
« la promulgation de la présente loi, procédera à une
« émission d'obligations, devra, à peine de nullité de
« l'emprunt, stipuler parmi les conditions de celui-ci
« qu'il existera entre les obligataires une association

(4) Proposition LAFARGE. Ch. des Députés. Session 1920, n° 1623.

« déclarée dont les statuts devront figurer sur le bulletin de souscription, la signature de ce bulletin emportant approbation de ces statuts. Le texte intégral des statuts devra figurer également sur les titres des obligations. »

Pour l'avenir donc, les obligataires seraient *ipso facto* constitués en associations, et cela sous peine de voir annuler l'emprunt émis. C'est exactement le système qui existe à l'heure actuelle en Belgique. Nous le croyons satisfaisant, d'abord parce qu'il est la traduction d'une idée exacte, l'idée de l'unité d'emprunt, et ensuite parce qu'il offre des avantages souvent mis en lumière. Il est de l'intérêt à la fois des sociétés débitrices et des obligataires de pouvoir, en tout temps, prendre en commun des arrangements. Devrait-on aller plus loin encore, et obliger les sociétés déjà existantes à constituer des associations d'obligataires, c'est-à-dire rendre la loi rétroactive? Nous ne le croyons pas. Cette disposition est trop en opposition avec notre droit public pour ne pas être envisagée qu'avec la plus extrême réserve; il suffit de rendre l'association possible pour les obligations émises antérieurement à la loi. C'est ce que décidait la proposition Raoul Péret.

« ARTICLE 1. — Nonobstant toute clause contraire, les porteurs d'obligations provenant d'un même emprunt, émises par des sociétés françaises ou par des sociétés étrangères en France, *peuvent* se réunir en assemblée générale, laquelle décide s'il y a lieu de constituer une association d'obligataires pour la défense de leurs intérêts. »

M. Leboucq a donné un commentaire de cet article : « Il indique le but de la proposition, la constitution facul-

tative des associations d'obligataires. Cette constitution n'est qu'une simple faculté pour les obligataires. Ne serait-ce pas contraire au principe de liberté qui domine la législation française en matière de sociétés, que de rendre cette association obligatoire? Comme conséquence, on doit refuser à la société débitrice le droit de contraindre les obligataires à former une association (1). »

On a prétendu que, même avec ces restrictions, le principe de la proposition Raoul Péret est tout à fait anti-juridique : « On ne peut forcer quelqu'un à faire, contre son gré, partie d'une société. L'obligataire a contracté avec la société, c'est là un droit individuel, qu'on transforme illégalement en droit social (2). » On a répondu à cette objection d'une façon, sinon décisive, du moins satisfaisante : « Il faut, en semblable matière, se préoccuper avant tout de l'ordre public et de l'intérêt des contractants, même lorsqu'ils ne le comprennent pas eux-mêmes. L'ordre public est intéressé à ce qu'un grand nombre de sociétés ne soient pas mises en faillite et à ce que des répercussions de liquidation désastreuses ne viennent pas diminuer le crédit du pays (3). » Peut-être trouvera-t-on que cet appel à la raison d'Etat n'est destiné qu'à influencer le Parlement et que, par suite, il n'a qu'une force juridique médiocre. Quoiqu'il en soit, le rapporteur fait valoir d'autres arguments : « Quant à l'intérêt des contractants, c'est lui-même que la mesure vient sauvegarder. Il ne s'agit pas ici de prendre des dispositions avantageuses pour l'une des parties, et onéreuses pour l'autre. La résolution prise par l'assemblée générale, le sera dans l'intérêt commun de tous

(1) Rapport LEBOUcq, *op. cit.*, p. 8.

(2) René GAIN, *op. cit.*, p. 104.

(3) Rapport LEBOUcq, *op. cit.*, p. 7.

ceux qui ont contracté dans un même but. D'ailleurs, quand l'obligataire a souscrit à l'émission, avait-il en vue l'unique pensée d'exercer un droit individuel? Il spéculait pour le plus grand profit possible, c'était là son but. *S'il y avait eu antérieurement à l'émission une association d'obligataires, cette considération l'eût-elle empêché de souscrire?* L'essentiel pour lui est de sauver sa mise et la résolution prise par la majorité de ses co-contractants ne peut avoir pour effet que d'y aider. Agissant individuellement, l'obligataire, par une intervention maladroite, risquerait de précipiter la ruine de la société ou même d'être lésé par celle-ci. Groupé, il pourra se mesurer à armes égales avec la société débitrice (1). »

Tout compte fait, nous croyons qu'il convient de se ranger à la solution suivante : il faut offrir aux porteurs d'obligations déjà existantes la faculté de constituer des associations en conformité de la future loi, et obliger les porteurs d'obligations à émettre, à se grouper dans les formes qui, espérons-le, seront bientôt déterminées par le Parlement.

Ces formes devront tendre tout d'abord à rendre les associations d'obligataires, ainsi que le comité exécutif, indépendants de la société débitrice. Il conviendra, croyons-nous, de renoncer à la forme de la société civile et de rentrer dans le cadre de l'association déclarée. (Loi du 1^{er} juillet 1901.)

S'il y a plusieurs emprunts obligataires émis par la même société, il devra y avoir plusieurs associations, l'identité d'intérêts, gage du consentement unanime des intéressés, ne pouvant se manifester que de la part d'obligataires soumis au même régime.

Comment seront convoquées les assemblées d'obliga-

(1) Rapport LEBOUCC, *op. cit.*, p. 5.

taires? C'est un point important, car il ne faut pas que la convocation dépende de la société débitrice, de même qu'il ne faut pas, pour qu'on soit dans un pays de séparation des pouvoirs et de liberté, que la réunion du Parlement soit à la merci de l'Exécutif. A cet égard, la proposition Raoul Péret ne semble pas satisfaisante.

« ARTICLE 2. — L'assemblée générale est convoquée,
« soit par le conseil d'administration de la société
« émettrice, soit par un groupe d'au moins vingt obligataires, possédant ensemble le vingtième du capital
« des obligations non encore remboursées, déduction
« faite des obligations qui sont en possession de la
« société ; dans ce dernier cas, ce groupe d'obligataires
« doit être autorisé par une ordonnance rendue sur
« requête par le Président du tribunal du siège social
« de la société émettrice, s'il s'agit d'une société française, ou par le Président du tribunal civil de la
« Seine, s'il s'agit d'une société étrangère. Le groupe
« des obligataires peut exiger un état des obligations
« appartenant à la société, certifié conforme par le
« conseil d'administration. »

M. Leboucq défend vivement cet article. « Il est conforme aux principes que nous avons énoncés, à savoir que la société et l'ensemble des obligataires ont un égal intérêt à provoquer la création d'une association. En ce qui concerne la société, il est normal de laisser à son conseil d'administration le soin de provoquer l'assemblée générale des obligataires. Mais il ne faudrait pas que l'inertie de la société fasse obstacle à une faculté dont les obligataires ont avantage à se prévaloir. C'est pourquoi nous avons autorisé un premier noyau d'obligataires à provoquer l'assemblée générale. Les chiffres indiqués sont évidemment arbitraires, mais ils paraissent équi-

tables et pratiques en ce sens qu'ils permettent facilement de former le groupement initial, et que ce groupement est assez important pour donner toute garantie quant à l'opportunité de la mesure à prendre. Enfin nous avons indiqué que la société serait obligée de délivrer un état des obligations qu'elle possède pour permettre d'en faire la déduction stipulée. Cette déduction nous paraît, dans tous les cas, nécessaire. On conçoit mal le débiteur participant au vote de ses créanciers. Supposons, ce qui n'a rien d'impossible, que la société soit maîtresse de la majorité. Elle pourrait imposer sa volonté à ses créanciers. Or, rien ne garantit qu'elle sacrifiera son propre intérêt à celui de ces derniers. Cette déduction est, du reste, admise par la loi allemande, et nous y voyons un gage de prudence et de loyauté (1). »

Ce ne doit pas être, selon nous, une faculté, mais une obligation pour le conseil d'administration de la société débitrice de convoquer la première assemblée générale d'obligataires. Et cela, dans un bref délai, un mois par exemple à dater de l'émission, sous peine de nullité de l'emprunt. On a vu qu'il était devenu de style dans les statuts des sociétés civiles d'obligataires de prévoir un délai de trois ans pour les convocations de la première assemblée générale ; c'est là un abus qui doit disparaître. Quant aux obligataires, on devrait être extrêmement large avec leur droit de provoquer la convocation des assemblées, quitte à décider qu'ils seraient passibles de dommages-intérêts envers la société emprunteuse, si leur action se révélait manifestement abusive et entachée de chantage. Pour assurer une convocation efficace des intéressés, on ne devrait pas s'en remettre exclusivement aux annonces dans les journaux. Tous

(1) Rapport LEBOUcq, *op. cit.*, pp. 10 et 11.

les porteurs d'obligations nominatives devraient être individuellement avertis ; les porteurs des obligations non nominatives seraient invités par une mention inscrite sur leur titre à se faire connaître au siège social, afin de pouvoir, eux aussi, être avertis individuellement.

Aujourd'hui, les statuts des sociétés civiles d'obligataires sont rédigés par la compagnie débitrice ; c'est assez pour craindre qu'ils ne recèlent des pièges pour les obligataires. Ils devraient n'être que des projets jusqu'à ce qu'ils aient été sanctionnés par les assemblées d'obligataires. On pourrait appliquer ici le système admis pour les apports en nature. Dans une première assemblée, on nommerait une personne qualifiée qui ferait un rapport, et dans une seconde on adopterait ou l'on rejetterait lesdits statuts. On aurait ainsi quelque garantie qu'ils répondent au but poursuivi, l'avantage commun des sociétés débitrices et des obligataires, et l'on éviterait, dans une certaine mesure, une rédaction avantageant par trop la société débitrice.

Ces statuts devraient-ils être laissés à la libre élaboration des assemblées fonctionnant dans les conditions que nous venons d'exposer ? C'est ce que décide l'article 7 de la proposition Raoul Péret. « Les décisions de l'assemblée générale, intéressant les droits collectifs des obligataires, et les décisions prises par l'association, conformément à ses statuts, sont opposables à tous les obligataires quels qu'ils soient. »

M. Leboucq estime, dans son rapport, qu'il vaut mieux laisser aux praticiens toute liberté pour élaborer leurs combinaisons, qu'il ne convient pas de préciser plus l'étendue du droit collectif par rapport aux droits individuels, et de pénétrer dans le détail des pouvoirs des assemblées générales d'obligataires et de ceux de l'association.

Ce système a des avantages ; il est très souple, et, par suite, peut permettre de faire face à des situations qu'il est par avance difficile ou même impossible de prévoir. Comme l'écrit encore M. Leboucq, « la société n'aura qu'à obtenir de l'association l'autorisation expresse de pratiquer les combinaisons qu'elle considère comme nécessaires pour entretenir son existence et accroître ses bénéfices (1) ».

Si séduisant qu'il soit de prime-abord, ce système n'a pas nos préférences. S'il venait à être voté, les statuts des diverses sociétés d'obligataires seraient sans doute assez variables. C'est une question de savoir s'il ne vaudrait pas mieux qu'ils soient identiques. L'incertitude n'est pas une bonne condition de crédit, et des surprises seraient possibles. D'autre part, les obligataires se recrutent souvent dans des milieux peu au courant des affaires et du droit. Il serait dès lors souhaitable, semble-t-il, que le législateur les protège contre eux-mêmes par des dispositions impératives. Nous voudrions que notre future loi posât en principe que les obligataires ont des droits individuels, et que ces droits ne puissent être transformés en droits sociaux que dans des cas spécifiés. Il arriverait certes des hypothèses où ce système ne serait pas sans danger, mais y a-t-il une combinaison qui ne comporte pas de risques ? Jusqu'ici, avec le système des statuts libres, les associations d'obligataires ont peut-être été plus nuisibles qu'utiles à ces derniers. Dans l'intérêt de l'épargne publique, il serait bon que les obligations redeviennent ce qu'elles étaient à l'origine, des titres de « père de famille ».

(1) Rapport LEBOUcq, *op. cit.*, p. 16.

BIBLIOGRAPHIE

Étude de M. A. WAHL sur les droits communs des porteurs d'obligations en France. Bulletin mensuel de la Société de Législation comparée, 1901.

PLANIOL. — Traité élémentaire de droit civil. 7^e édition, 1917.

THALLER. — Annales de droit commercial, 1894.

HOUPIN et BOSVIEUX. — Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des associations. 5^e édition, 1918.

René GAIN. — Les sociétés d'obligataires. Dalloz, 1920.

Documents législatifs.

Chambre des Députés :

Proposition Raoul PÉRET. — Annexe n° 3179. Séance du 27 mars 1917.

Rapport LEBOUcq. — Annexe n° 6358. Séance du 20 juin 1919.

Proposition LAFARGE. — Annexe n° 1623. Séance du 16 novembre 1920.

Vu :

Le Doyen,

LARNAUDE.

Vu le Président de la Thèse :

5 janvier 1922,

Gaston JÈZE.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

P. APPELL.

Paris. — Imp. PAUL DUPONT (Cl.). — 67.1.22.
